

De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht

Citation for published version (APA):

Raaijmakers, G. T. M. J. (2006). *De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht: Rede uitgesproken bij de aanvaarding van het ambt van bijzonder hoogleraar Europees bank- en effectenrecht door mr. G.T.M.J. Raaijmakers*. (1 ed.) Boom Juridisch.

Document status and date:

Published: 01/01/2006

Document Version:

Publisher's PDF, also known as Version of record

Please check the document version of this publication:

- A submitted manuscript is the version of the article upon submission and before peer-review. There can be important differences between the submitted version and the official published version of record. People interested in the research are advised to contact the author for the final version of the publication, or visit the DOI to the publisher's website.
- The final author version and the galley proof are versions of the publication after peer review.
- The final published version features the final layout of the paper including the volume, issue and page numbers.

[Link to publication](#)

General rights

Copyright and moral rights for the publications made accessible in the public portal are retained by the authors and/or other copyright owners and it is a condition of accessing publications that users recognise and abide by the legal requirements associated with these rights.

- Users may download and print one copy of any publication from the public portal for the purpose of private study or research.
- You may not further distribute the material or use it for any profit-making activity or commercial gain
- You may freely distribute the URL identifying the publication in the public portal.

If the publication is distributed under the terms of Article 25fa of the Dutch Copyright Act, indicated by the "Taverne" license above, please follow below link for the End User Agreement:

www.umlib.nl/taverne-license

Take down policy

If you believe that this document breaches copyright please contact us at:

repository@maastrichtuniversity.nl

providing details and we will investigate your claim.

MB
VAC
151

De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht

De effectiviteit van regels in het ondernemings- en effectenrecht

Rede

in verkorte vorm uitgesproken bij de aanvaarding van het
ambt van bijzonder hoogleraar Europees bank- en effectenrecht
aan de Universiteit Maastricht op vrijdag 9 december 2005

door

mr. G.T.M.J. Raaijmakers

Boom Juridische uitgevers
Den Haag
2006

292498837

06001359

© 2006 G.T.M.J. Raaijmakers / Boom Juridische uitgevers

Behoudens de in of krachtens de Auteurswet van 1912 gestelde uitzonderingen mag niets uit deze uitgave worden verveelvoudigd, opgeslagen in een geautomatiseerd gegevensbestand, of openbaar gemaakt, in enige vorm of op enige wijze, hetzij elektronisch, mechanisch, door fotokopieën, opnamen of enige andere manier, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de uitgever.

Voorzover het maken van reprografische verveelvoudigingen uit deze uitgave is toegestaan op grond van artikel 16h Auteurswet 1912 dient men de daarvoor wettelijk verschuldigde vergoedingen te voldoen aan de Stichting Reprorecht (Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.reprorecht.nl). Voor het overnemen van (een) gedeelte(n) uit deze uitgave in bloemlezingen, readers en andere compilatiewerken (art. 16 Auteurswet 1912) kan men zich wenden tot de Stichting PRO (Stichting Publicatie- en Reproductierechten Organisatie, Postbus 3060, 2130 KB Hoofddorp, www.cedar.nl/pro).

No part of this book may be reproduced in any form, by print, photoprint, microfilm or any other means without written permission from the publisher.

ISBN 90 5454 678 6

NUR 827

www.bju.nl

Inhoud

1	Inleiding	7
2	Voorbeelden van beoogde gedragsbeïnvloeding	11
2.1	Financiële bijsluiters	11
2.2	Bestuurdersbeloning	13
3	Gedragsonderzoek in de economie	17
3.1	Ontwikkelingen in de economie	17
3.2	Behavioral Finance	18
4	Gedragsonderzoek in het recht	23
4.1	Wat is het juridische belang van Behavioral Economics?	23
4.2	Mogelijke tegenwerpingen	26
4.3	Vragen over zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid	28
4.4	Vragen over bestuurdersbeloning, onafhankelijkheid en bedrijfscultuur	30
4.5	Andere onderzoeksonderwerpen	34
5	Slot	39
	Dankwoord	43
	Literatuur	45

1 Inleiding

Regelgevers proberen het gedrag van mensen met regels en toezicht te beïnvloeden. Dat is van alle tijden. Een recent voorbeeld biedt de stad Maastricht. Daar is onlangs de zogenaamde paarse zak ingevoerd. Dat heeft niets met carnaval te maken; het is een verplichte, dure vuilniszak bedoeld om mensen te stimuleren hun afval beter te scheiden. Maar ook het verleden biedt voorbeelden. Het misschien wel bekendste schilderij uit de Nederlandse kunst is een afbeelding van de Nachtwacht. Dat is een burgerwacht, bedoeld als preventie tegen misdrijven.¹ Hugo de Groot zei al dat 'de boosheid des werelds' niet verhinderd kan worden, behalve door afschrikking gebaseerd op wettelijke regels.² En vanuit diezelfde gedachte wilde men in de middeleeuwen potentiële daders afschrikken met het publiekelijk voltrekken van lijfstraffen. Sommigen vinden misschien dat het hedendaagse ondernemings- en effectenrecht ook nog wat strenger kan, maar zover gaan wij in ieder geval nog niet.

Toch is er ook hier een ontwikkeling. Er is sprake van internationalisering, en een meer open maar ook complexere economie die daardoor kwetsbaarder is geworden. Sociale veranderingen zoals de opkomst van het individualisme en het wegvallen van strakke sociale structuren dragen bij aan die kwetsbaarheid. Financiële instellingen vormen verder conglomeraten en ondernemingen worden steeds groter door consolidatie. De informatiekloof naar particulieren lijkt daardoor te zijn gegroeid. Tegen deze achtergrond zijn regelgevers de laatste jaren meer dan voorheen gericht op het voorkomen van economische en financiële ongelukken, op het stimuleren van zorgvuldig gedrag, en het goed functioneren van financiële markten in het algemeen.³ Veel maatregelen zijn gericht op 'de integriteit van het systeem' en staan in het teken van het versterken van een gevoel van vertrouwen.⁴ In het ondernemingsrecht is sprake van een verschuiving van

1. Voorbeeld ontleend aan Van Dijk (2002), p. 161.

2. Inleidinge tot de Hollandsche Rechts-geleerdheid, B.III.D.32, par. 7.

3. Zie bijv. het Groenboek van de Europese Commissie van 3 mei 2005, COM (2005) 177, p. 7.

4. Vgl. over het belang van dat vertrouwen Prast/Mosch/Van Raaij (2005); Scheffer (2005), p. 15-16.

normstellende regels naar regels die aangeven hoe functionarissen binnen een onderneming zich dienen te gedragen, zo constateerde Timmerman in zijn recente Leidse oratie.⁵ Dat geldt ook voor het effectenrecht. Zowel in het ondernemings- als in het effectenrecht worden steeds vaker regels ontworpen waarmee impliciet of expliciet concrete gedragseffecten worden beoogd.⁶

Ik geef een paar voorbeelden. Allereerst hebben regelgevers het bevorderen van integer gedrag van ondernemingsbestuurders, financiële dienstverleners en anderen de laatste jaren hoog op de agenda gezet. De boekhoudschandalen van onder meer Enron en Ahold hebben dat proces versneld. Straffen voor wangedrag worden bijvoorbeeld verhoogd. En er moet, in de woorden van de wetgever, voorkomen worden dat bestuurders en commissarissen onevenredig hoge bezoldigingen naar zich toe trekken.⁷

-
5. Timmerman (2004), p. 7. Zie ook Reurich (2005), p. 47 e.v. die onlangs tot een vergelijkbare conclusie kwam voor het contractenrecht.
 6. Vgl. Tjittes (2005), p. 1884, waar hij nog verder gaat en zegt dat privaatrecht in het algemeen ziet op het reguleren van het gedrag van mensen in hun onderlinge relaties. Ook in andere delen van het recht overigens is deze ontwikkeling zichtbaar. Zie bijv. TK 29 279, o.a. nr. 9 (Nota Rechtsstaat en Rechtsorde), p. 4.
 7. TK 29 752, nr. 2 (Nota Modernisering Ondernemingsrecht), p. 13. Zie ook p. 19 waarin de vraag wordt gesteld hoe het ondernemingsrecht het best vormgegeven kan worden om het ondernemingsgedrag te sturen; TK 30 019, nr. 3, p. 1 (Wetsvoorstel Wijziging van Boek 2 van het Burgerlijk Wetboek *ter bevordering van het gebruik van elektronische communicatiemiddelen bij de besluitvorming in rechtspersonen* [cursief GR]). Zie verder TK 29 449, nr. 2, p. 9. Zie voor meer voorbeelden punt 3 van de preambule van de Code Corporate Governance, resp. de punten 3 en 31 van de verantwoording; TK 29 449, nr. 1, p. 4 en 11 e.v. (Kabinetsreactie Code Tabaksblad); TK 29 658, nr. 3, p. 2 (voorstel voor een Wet toezicht accountantsorganisaties), en p. 13 e.v. waar o.m. gesproken wordt over de vereiste doeltreffendheid en doelmatigheid van de desbetreffende regels; Mededeling van de Europese Commissie van 21 mei 2003, COM (2003) 284, par. 1.2 en 2.1.; TK 28 373, nr. 3, p. 10 e.v. en daarover Grundmann-van de Krol (2004), p. 16. Zie ook al eerder de Nota Integriteit financiële sector (TK 25 830, nr. 2). Zie verder TK 29 708 (Wetsvoorstel Wft), nr. 3, p. 7, en nr. 10, p. 240. Zie verder par. 2.2 van de toelichting bij het Concept Besluit financiële dienstverlening.

Ook wordt bijvoorbeeld een mentaliteitsverandering bij aandeelhouders nagestreefd.⁸ Een ander in het oog springend voorbeeld is de zorgplicht. Een hele reeks maatregelen in het effectenrecht, maar ook in het ondernemingsrecht moet ervoor zorgen dat kapitaalkrachtige organisaties zich zorgvuldiger gedragen jegens particulieren. Ook hier zijn het incidenten zoals de aandelenlease-affaire geweest die aanscherping van regels hebben versneld of daartoe aanleiding waren. Gedragsregels vormen ook een belangrijk onderdeel in het wetsvoorstel voor de nieuwe Wet financieel toezicht, die de belangrijkste kaderwet voor het Nederlandse effectenrecht moet gaan worden.⁹ In die wet zal bijvoorbeeld de zogeheten preventieve gedragstoets een bredere toepassing krijgen. Hiermee toetst de Autoriteit Financiële Markten (afgekort als de AFM) als toezichthouder, kort gezegd, of financiële marktpartijen voldoende maatregelen hebben getroffen om te zorgen 'dat het te volgen gedrag zal voldoen aan de (...) gestelde eisen'.¹⁰

Er zijn nog veel meer voorbeelden te geven. Mijn punt is dat regelgevers door middel van 'betere regels' bepaald gedrag willen bevorderen of ontmoedigen om zodoende een zeker doel te bereiken.¹¹ Zij hebben daarbij grote ambities. Zo zei de wetgever bij de totstandkoming van de Wet financiële dienstverlening dat zijn streven is om met overheidsingrijpen

8. Waardoor vervolgens volgens de regering de Code Tabaksblat een succes moet worden. Zie Kabinetsreactie Tabaksblat (TK 29 449, nr. 1), p. 12-14. Vgl. ook de Nota over de Modernisering van het ondernemingsrecht: TK 29 752, nr. 2, p. 14. Zie ook de verschillende speeches van minister Zalm sinds het verschijnen van de Code (te downloaden van www.minfin.nl), o.m. op het congres van SCGOP op 13 januari 2004 te Rotterdam en m.n. voor verzekeraars op 16 december 2003 in Amsterdam, waar hij opmerkt: 'Het welslagen van de code is afhankelijk van de betrokkenheid van de aandeelhouders bij de besluitvorming op de aandeelhoudersvergadering.' Zie ook paragraaf 3 van het Consultatiestuk van de Europese Commissie over Fostering an Appropriate Regime for Shareholders' Rights van 16 september 2004. Zie tot slot TK 28 179, nr. 3, p. 7.

9. Vgl. Van Dijk (2004), p. 14 e.v.

10. TK 29 708 (Wetsvoorstel Wft), nr. 3, p. 4 en p. 28-29, en uitgebreid in nr. 10, p. 204 e.v. en p. 242 e.v. Zie ook nr. 14, p. 11-12 en p. 14-15; nr. 19, o.a. op p. 326 e.v. en 499 e.v. en artikel 1:8 van de voorgestelde wet. Zie voor andere voorbeelden uit het effectenrecht overweging 2 van de Richtlijn 2003/6/EG van het Europese Parlement en de Europese Raad van 28 januari 2003 betreffende handel met voorwetenschap en marktmanipulatie (PbEG 2003, L 96/16); overwegingen 5, 29 en 33 van Richtlijn 2004/39/EG van het Europese Parlement en de Europese Raad van 21 april 2004 betreffende markten voor financiële instrumenten (PbEG 2004, L 145/1); TK 29 635, nr. 1-2, p. 7. Vgl. verder Wagemakers (2005), p. 185 e.v.

11. Er wordt gesproken over de effectiviteit en doeltreffendheid van deze regels en over de 'bruikbaarheid' van het ondernemingsrecht. Zie bijv. TK 29 752, nr. 3, p. 6.; TK 29 449, nr. 2, p. 10.

marktimperfecties weg te nemen.¹² Nu is de vraag wellicht of we met dit instrumentalisme in het recht¹³ op de goede weg zijn. Of het te snel valse verwachtingen wekt bijvoorbeeld. Dat zijn belangrijke vragen, maar ik zal daar slechts zijdelings op ingaan. Het gaat mij om de vraag: als we deze weg van gedragsbeïnvloeding via het ondernemings- en effectenrecht verder inslaan, hebben juristen daar dan wel de juiste instrumenten voor in hun gereedschapskist? Om het probleem wat verder te analyseren, geef ik eerst twee voorbeelden van beoogde gedragsbeïnvloeding. Die betreffen de financiële bijsluiter en bestuurdersbeloning.

12. Zie TK 29 507, nr. 3, p. 5.

13. Zie Witteveen (2004), p. 1 e.v. Zie ook Crombag (2000), p. 129 e.v.

2 Voorbeelden van beoogde gedragsbeïnvloeding

2.1 Financiële bijsluiter

Aan het einde van de vorige eeuw is de wetgever regels gaan ontwerpen om aanbieders van zogeheten complexe financiële producten te verplichten betere informatie te verstrekken aan geïnteresseerde consumenten.¹⁴ De financiële bijsluiter is daarvan een uitvloeisel. De verwachtingen waren hoog: medio 2001 zei de regering ervan uit te gaan dat de bijsluiter de consument afdoende zal informeren om zich een goed oordeel te vormen over de financiële risico's.¹⁵ Uitgangspunt was de eigen verantwoordelijkheid van consumenten. De werkelijkheid bleek echter al enkele maanden na die uitspraak weerbarstiger: toen begon de aandelenlease-affaire te spelen. Door de gunstige ontwikkelingen op de aandelenmarkten had het zogeheten aandelenleaseproduct tussen 1990 en 2001 een hoge vlucht genomen.¹⁶ Met dat product wordt feitelijk met geleend geld belegd. Op het hoogtepunt van de markt stonden er zo'n 700.000 contracten uit met een gezamenlijke waarde van 6,5 miljard euro. De producten bleken veelal aangeschaft te zijn door mensen met een laag inkomen. Medio 2001 waarschuwde de AFM nog voor de riskante praktijk, maar het kwaad was al geschied: de aandelenmarkten kelderden en vele huisgezinnen kwamen met een grote 'restschuld' te zitten. Het werd een maatschappelijk probleem. Politici werden er op aangesproken hoe dit had kunnen gebeuren. En het justitieel apparaat dreigde overbelast te raken door de vele rechtszaken die werden aangespannen.¹⁷

14. TK 26 676, nr. 1 (Nota Informatieverstrekking aan de consument van financiële diensten).

15. TK 26 676, nr. 5, p. 3. Zodra aan het bestaan van de bijsluiters bekendheid is gegeven, mag van consumenten worden verwacht dat zij deze betrekken in hun afwegingen, zo werd daar later nog aan toegevoegd. TK 26 676, nr. 6, p. 6-7. Vgl. ook Filius (2002), p. 71 e.v.

16. AFM-rapport: Aandelenlease: niet bij rendement alleen, 24 oktober 2002, p. 3.

17. Vgl. hierover uitgebreid Van Baalen (2005), p. 1 e.v.

De reactie van de wetgever was niet om het concept van eigen verantwoordelijkheid te heroverwegen. De reactie was primair om te zorgen dat aan consumenten nog meer informatie wordt aangeboden.¹⁸ Uitgangspunt bij het bevorderen van eigen verantwoordelijkheid bleef de zogenaamde 'gemiddelde consument' en niet de 'goedgelovige consument'.¹⁹ Zou die laatste als uitgangspunt worden gekozen, dan zouden er geen prikkels meer zijn voor consumenten om een eigen afweging te maken.²⁰ Consumenten zouden dan, in de woorden van de wetgever, 'lui' worden gemaakt.²¹ Niemand wil natuurlijk 'luie' consumenten. Maar de ogen sluiten voor het feit dat een aanzienlijk deel van hen grote moeite heeft om mogelijkheden en aanvaardbare risico's goed in te schatten of nou eenmaal wel 'goedgelovig' is, zal de problemen ook niet oplossen. Illustratief is dat een eerste evaluatie van de financiële bijsluiter aantoonde dat maar liefst 95% van de consumenten er geen gebruik van maakt.²²

Ergens ligt bovendien mogelijk een grens waar mensen die eigen verantwoordelijkheid simpelweg niet aankunnen. Een grens waar de verleidingen te groot zijn om te weerstaan voor bepaalde groepen mensen. Een zekere parallel valt wellicht te trekken met een ander maatschappelijk probleem, namelijk dat van het toenemende overgewicht onder de bevolking. Ook daar lijkt deze trend zich door te zetten, hoezeer overheden de duidelijkheid van de informatie over de risico's ook verbeteren.²³ Wellicht moet worden gedacht aan regels die veel meer daadwerkelijke prikkels geven en gedrags-

18. Zie bijv. in het kader van de Wet financiële dienstverlening TK 29 507, nr. 3, p. 3. Vgl. ook Schilder/Nuijts (2004), p. 25 e.v. Zie verder TK 29 507, nr. 3, p. 5 resp. p 7; nr. 4, p. 12-13; nr. 9, p. 69; en nr. 28, p. 3.

19. Ook in ander of breder verband wordt die eigen verantwoordelijkheid nadrukkelijk als uitgangspunt gekozen. Zie bijv. TK 28 122, nr. 5, p. 13; TK 28 965, nr. 12, p. 19; de Nota Modernisering Ondernemingsrecht (TK 29 752, nr. 2), p. 19.

20. TK 29 507, nr. 3, p. 86. En heel duidelijk in nr. 9, p. 1-2.

21. TK 29 507, nr. 9, p. 1-2. Zie ook nr. 4, p. 31-32.

22. Evaluatie van de Financiële Bijsluiter, Millward Brown/Centrum, Amsterdam juni 2004.

23. Inmiddels is bijna de helft van de bevolking te zwaar, zo blijkt uit cijfers van het CBS (www.cbs.nl), met alle gevolgen van dien voor de gezondheid van de desbetreffende mensen zelf en het zorgstelsel in het algemeen. Waar de Minister van Volksgezondheid in eerste instantie nog stelde dat de omvang van Nederlanders vooral een eigen verantwoordelijkheid van burgers is (NRC 2/3 juli 2005, p. 1; zie ook het julinummer van het NRC Maandblad M.), lijkt de regering inmiddels – in navolging van landen als Engeland, Zweden en Frankrijk – verdergaande stappen te willen zetten om het probleem op te lossen getuige de benoeming van een voorzitter convenant overgewicht die een actieve aanpak van de problemen zal moeten bevorderen: Persbericht VWS 30 augustus 2005.

verandering stimuleren. Om dergelijke regels te ontwerpen, is echter meer inzicht nodig in de factoren waardoor consumenten zich daadwerkelijk laten beïnvloeden.

2.2 Bestuurdersbeloning

Mijn tweede voorbeeld betreft de beloning van topmanagers.²⁴ De discussie kan u moeilijk ontgaan zijn. Deze discussie heeft iets vreemds. De heersende opvatting lijkt te zijn dat de 'markt' voor bestuurdersbeloning 'out of control' is. Maar niemand lijkt er wat aan te willen of te kunnen doen. Politici spreken desgevraagd hun afgrijzen uit over de hele ontwikkeling en doen pogingen om de trend te keren. Maar tot echt effectieve maatregelen heeft het allemaal nog niet geleid. Waar gaat het bij dit probleem om? In wezen moet een onderscheid worden gemaakt tussen twee kanten van de zaak, die overigens wel onderling verbonden zijn.²⁵ Ten eerste wordt de alsmaar stijgende hoogte van topinkomens op zichzelf als een probleem gezien. De gedachte is kennelijk dat het verband tussen de toegevoegde waarde van een individu en diens beloning daarvoor, steeds verder verloren dreigt te gaan. Voor velen is dat moeilijk verteerbaar, vooral in een tijd waarin voor veel anderen de broekriem juist strakker moet.²⁶ Ten tweede zou niet alleen de hoogte, maar ook de structuur van bestuurdersbeloningen hebben bijgedragen aan het ontstaan van de boekhoudschandalen. Door met name hoge variabele beloningen werden bestuurders sterk geprikkeld om de kortetermijnresultaten op te pompen, en lieten sommigen zich, zoals bekend, verleiden om daarbij gebruik te maken van oneigenlijke middelen.²⁷

Onder druk van de publieke opinie en de media hebben regelgevers maatregelen afgekondigd om deze problemen te bestrijden. De ontwikkeling van topinkomens moest worden afgeremd en bestuurders moesten

24. Ik spreek hier over de beloning van bestuurders in de private sector, in het bijzonder bestuurders van beursondernemingen, maar de discussie heeft zich uitgebreid tot topinkomens in de publieke sector. Zie TK 30 189.

25. Zie over die verbondenheid Bebchuk/Fried (2004), p. 5 e.v.

26. Zie het Hoofddlijnenakkoord voor het kabinet CDA, VDD, D66, 16 mei 2003, p. 5.

27. Zo ook de regering in TK 29 449, nr. 1, p. 11 e.v., in het bijzonder p. 15. Vgl. verder par. 4.2 van het Report of the High Level Group of Company Law Experts on a Modern Regulatory Framework for Company Law in Europe (Rapport Winter), Brussel, 4 november 2002.

betere *incentives* krijgen, meer gericht op langetermijnduurzaamheid dan kortetermijnsnelle winst.²⁸ De boekhoudschandalen zijn echter geen reden geweest variabele beloning als zodanig te heroverwegen. Integendeel. De wetgever houdt ook daarna expliciet vast aan het uitgangspunt dat variabele beloning een nuttige functie vervult. Het wordt nog steeds gezien als een goed middel om bestuurders te prikkelen zich te gedragen naar het belang van de onderneming en haar aandeelhouders.²⁹ Maatregelen hoeven slechts gericht te zijn op het bestrijden van de uitwassen, zo lijkt de benadering te zijn. Transparantie is hierbij een soort toverwoord.³⁰ Het 'sunlight-effect' wordt het door de Amerikanen genoemd; wat het daglicht niet kan verdragen, zal door transparantie vanzelf verdwijnen.³¹ Het publieke debat zal voor matiging en structuurverbetering zorgen.³²

Net als bij de financiële bijsluiters is ook hier echter de vraag: is het zo simpel? Voor de hoogte van beloningen lijkt transparantie door de onderlinge vergelijkbaarheid van inkomens tot dusver eerder een opdrijvend dan een afremmend effect te hebben.³³ Bovendien gaat van de transparantie een zeker legitimerend effect uit, zeker nu veel aandeelhouders nog onvol-

28. Zie in die zin de Kabinetsreactie Code Tabaksblat (TK 29 449, nr. 1), p. 11 e.v. Vgl. verder punt 3 van de verantwoording bij de Code Corporate Governance. Zie ook Bertrand/Mullainathan (2001), p. 901-932; Jensen/Murphy (2004), p. 22. Laatstgenoemden beschouwen corporate governance en beloning als 'highly inter-related'. Het onderwerp behoort, aldus de regering in de Nota Modernisering Ondernemingsrecht, tot het vraagstuk van integriteit, zij het dat ervoor wordt gewaarschuwd dat regels fraude niet zullen kunnen voorkomen. Zie TK 29 752, nr. 2, p. 13-14; TK 28 179, nr. 31, p. 6 en nr. 52, o.m. op p. 8.
29. Kabinetsreactie Code Tabaksblat, p. 15. Zie ook TK 27 900, nr. 5, p. 3; TK 29 449, nr. 2, p. 10. Zo ook par. 4.2 Rapport Winter. Zie verder De Groot (2005), p. 464. Ook in de VS wordt dit uitgangspunt nog altijd gehanteerd. Zie bijv. Bebchuk/Fried (2004), o.a. op p. 10 e.v.
30. Zie ook recentelijk opnieuw in TK 30 111, nr. 3, p. 6 e.v.
31. Vgl. bijv. Kabinetsreactie Code Tabaksblat, p. 22-24. Zie ook TK 27 900, nr. 3, p. 5; transparantie moet volgens de regering voorkomen dat bestuurders en commissarissen zich laten leiden door hun eigen financiële belangen. Zie ook Ebke (2003), p. 173 e.v. Vgl. ook, zij het aanmerkelijk voorzichtiger, Ferrarini/Moloney (2004), o.a. op p. 299 e.v.; Hansmann/Kraakman (2005), p. 22 e.v.
32. TK 29 752, nr. 2, p. 20. De aandeelhoudersvergadering kreeg in dit verband de bevoegdheid het beloningsbeleid als zodanig vast te stellen en daarmee een vuist te maken jegens de ondernemingsleiding. Artikel 2:135 BW en daarover TK 29 752, nr. 2, p. 14; TK 28 179, B, p. 6; nr. 31, p. 4; TK 30 189, nr. 5, p. 5; TK 29 449, nr. 1, p. 16; nr. 2, p. 10-11. Ook op Europees niveau wordt een vergelijkbare – zij het wat verder afgezwakte – benadering gekozen. Zie de Aanbeveling van de Commissie van 14 december 2004 ter bevordering van de toepassing van een passende regeling voor de beloning van bestuurders van beursgenoteerde ondernemingen, van 29.12.2004, Pb.L. 385/55.
33. Zie vergelijkbare kritische kanttekeningen van de Raad van State bij de soortgelijke discussie over de topinkomens in de publieke sector en de plannen over de aanpak daarvan: TK 30 189, nr. 5, p. 3.

doende inhoudelijk bij de besluitvorming betrokken zijn en – behoudens uitzonderingen – vaak uit automatisme vóór lijken te stemmen.³⁴ Intussen kunnen bij de beoogde gedragsverandering zelf ook vraagtekens worden geplaatst. De Amerikaanse econoom Michael Jensen hield begin jaren negentig een rechtseconomisch pleidooi voor variabele beloning als prikkel-instrument. Daarmee heeft hij aan de wieg gestaan van de stormachtige ontwikkeling ervan in de jaren daarna.³⁵ Inmiddels is ook hij aan de juistheid van dit uitgangspunt gaan twijfelen.³⁶ De vraag is of dergelijke gedragssturing niet te complex is. Of in de praktijk de mogelijkheden van misbruik wel adequaat kunnen worden uitgesloten. Het zijn vragen waar de wetgever en de rechtswetenschap zich in Nederland en Europa nauwelijks mee bezig lijken te houden.

34. Zie daarover Verdam (2003b); Winter (2003), p. 336; G.T.M.J. Raaijmakers (2005), p. 106 e.v.

35. Zie Jensen/Murphy (1990a), p. 225-264; Jensen/Murphy (1990b), p. 138-153.

36. Jensen/Murphy (2004), o.a. op p. 22. Zie ook Bebchuk/Fried (2004), p. 4.



3 Gedragsonderzoek in de economie

3.1 *Ontwikkelingen in de economie*

Op dit punt aangekomen, is het interessant om een kijkje te nemen bij recente ontwikkelingen in de economie. Juristen hebben de naam vaak sterk te abstraheren van de werkelijkheid, maar economen kunnen er ook wat van. Ronald Reagan zei ooit over hen: 'economists look at practice and wonder if it would work in theory'. Al enige tijd echter is er in de economie een stroming op komst waarbij niet de theorie vertrekpunt is, maar de – door empirisch onderzoek beschreven – praktijk: Behavioral Economics. In wezen is het een stroming die de psychologie weer de belangrijke plaats terug in die wetenschap wil geven, die het in de tijd van Adam Smith al had. In zijn tijd was psychologie nog geen aparte wetenschap en hielden economen zich als vanzelfsprekend bezig met wat later psychologie is gaan heten.³⁷ Eind negentiende en begin twintigste eeuw hebben beide wetenschappen echter hun eigen weg gekozen. Psychologie werd door economen, kort gezegd, als te weinig wetenschappelijk gezien om een goede aanvulling te zijn op economische modellen en theorieën. Mede door de ontwikkelingen in de cognitieve psychologie is daar de laatste decennia verandering in gekomen.

Volgens de Behavioral Economics gaat de klassieke economie er te veel van uit dat mensen rationeel handelen, dat zij rationele keuzes maken om zodoende hun voorkeuren te optimaliseren.³⁸ Vanuit die vooronderstelling worden dan modellen en theorieën ontwikkeld waarmee menselijk gedrag en de economische gevolgen daarvan kunnen worden beschreven. Op basis daarvan kunnen keuzes worden gemaakt door bijvoorbeeld overheden in hun beleidsvorming. In Behavioral Economics wordt menselijk gedrag niet afgeleid uit een theoretisch model, maar uit empirische observatie.³⁹ Dit leidt tot de conclusie dat gedrag in veel gevallen juist niet rationeel is en dat het oordeel en de keuzes van mensen vaak gebrekkig totstandkomen. Het

37. Getuige Smiths wat minder bekende boek uit 1759 'The Theory of Moral Sentiments'. Zie daarover Camerer/Loewenstein/Rabin (2004), p. 5.

38. Vgl. Korobkin (2001), p. 4-5; Barendrecht (2002), o.a. op p. 606; Giesen (2005b), p. 69 e.v. Zie ook reeds Kahneman/Slovic/Tversky (1982); Crombag (2000), p. 58 e.v.

39. Korobkin (2001), p. 13-14.

leidt daarmee tot meer betrouwbare informatie over menselijk handelen in bepaalde situaties. Mensen blijken zich te laten leiden door allerlei niet rationeel beredeneerbare motieven en dit mag in de economische wetenschap niet langer worden genegeerd, zo is de benadering. Langs deze weg wordt aangetoond dat verschillende, onverklaarbaar geachte 'puzzles' in de praktische toepassing van bepaalde modellen, opgelost kunnen worden. Het doel van deze stroming is hierbij niet om een geheel nieuwe wetenschap te ontwikkelen. Aanhangers pleiten ervoor om de bestaande wetenschap met gebruik van de nieuwe inzichten evenwichtiger te maken.⁴⁰

3.2 *Behavioral Finance*

Ter illustratie ga ik nu wat dieper in op een onderstroom die wordt aangeduid met de term Behavioral Finance. Deze richt zich op het gedrag van partijen op de financiële markten en op het gedrag van ondernemingsbestuurders en is daarom in het bijzonder interessant voor het ondernemings- en effectenrecht. In de klassieke economie was de vooronderstelling over de rationaliteit van menselijk handelen zo sterk, dat men ervan uitging dat financiële markten per definitie 'efficiënt' zijn. Daarmee wordt bedoeld dat relevante informatie steeds onmiddellijk in de prijs op de beurs wordt verwerkt.⁴¹ Door de opkomst van Behavioral Finance werd dit geloof echter aangetast.⁴² Economen toonden aan dat bepaalde 'irrationele gedragspatronen' die in de psychologie worden onderzocht, relevant zijn voor de economie.

Ik geef enkele voorbeelden van dit soort gedragspatronen.⁴³ Zo is veel onderzoek gedaan naar de overmoed van mensen.⁴⁴ Het blijkt dat gebeurtenissen waarvan mensen denken dat die zich zeker zullen voordoen, slechts

40. Camerer/Loewenstein/Rabin (2004), p. 42. Zie overigens voor een tegengeluid Glaeser (2003).

41. Michael Jensen noemde die zogenaamde 'efficient markets hypothesis' in 1978 zelfs nog 'the most well-established regularity in social science'. Zie Jensen (1978), p. 6:95. Zie daarover verder Shleifer (2000), p. 1 e.v.; Camerer/Loewenstein/Rabin (2004), p. 35-36.

42. Zie Shiller (2002).

43. Zie hierover uitgebreider Goldberg/Von Nitzsch (2001); Montier (2002), p. 1 e.v.; Shefrin (2002), p. 13 e.v.; Tvede (2002); Thaler (2005), p. 12 e.v.

44. Verwant daaraan is de neiging tot zelfoverschatting. Zie daarover het intrigerende boek van Ernest Becker, *The Denial of Death* (1973), waarin hij de prikkelende stelling uitwerkt dat die neiging voortkomt uit de onbewuste poging van de mens om het onvermijdelijke lot van zijn eigen sterven te ontkennen.

in 80% van de gevallen voorkomen. Terwijl omgekeerd zaken die ze voor onmogelijk houden toch nog in 20% van de gevallen gebeuren. Deskundigen blijken zelfs nog overmoediger te zijn. Nauw hieraan verwant is het 'overoptimisme' en het 'wishful thinking'. Als mensen bijvoorbeeld gevraagd wordt een inschatting te maken van hun eigen vakkundigheid, sociale vaardigheden en humor, denkt 90% dat zij uitsteken boven het gemiddelde. Wiskundig is dat toch wat lastig. Bovendien blijken mensen optimistischer te zijn over uitkomsten die ze denken te kunnen beheersen en over uitkomsten waaraan ze zichzelf hebben gecommitteerd.⁴⁵ Daar komt bij dat mensen vooral gericht blijken te zijn op informatie die hun opvatting bevestigt. Daarvan afwijkende informatie wordt vaak genegeerd. Ook nemen mensen te snel aan dat gevallen vergelijkbaar zijn, en negeren zij essentiële verschillen.⁴⁶ Een bekende menselijke neiging is ook die van het conservatisme: mensen vinden het erg moeilijk om af te stappen van een eenmaal ingenomen zienswijze, hoezeer daar ook puur logisch alle redenen toe zou zijn.⁴⁷

Een ander voorbeeld uit de psychologie is het zogenaamde 'anchoring'. Daarbij wordt het oordeel beïnvloed door een gepresenteerd referentiepunt. Mensen blijken de waarde van een huis bijvoorbeeld hoger in te schatten als hen van tevoren een hogere vraagprijs is voorgelegd. In een ander onderzoek werd mensen gevraagd om te schatten hoeveel Verenigde Naties-landen Afrikaans zijn. Eén groep werd echter eerst gevraagd om aan te geven of zij dachten dat het meer of minder dan 10% zou zijn. De tweede groep vroeg men eerst of het meer of minder dan 60% zou zijn. Vervolgens dacht de eerste groep dat 25% van de landen Afrikaans is, terwijl de tweede groep uitkwam op 45%. De manier waarop problemen worden geformuleerd, gepresenteerd of zich aandienen, is dus heel bepalend. Nauw verwant hieraan is het zogeheten 'narrow framing', wat inhoudt dat mensen simpelweg niet door de manier waarop vragen worden gesteld, kunnen heen kijken. 'The defense is leading the witness', wat we zo vaak horen in Amerikaanse tv-series over rechtszaken – men spreekt van 'leading questions' –, dat is in

45. Thaler (2005), p. 667.

46. Men spreekt van 'representativeness-heuristics'.

47. Zie hierover ook Bainbridge (1999), p. 18 e.v.

zekere zin een pleonasme. Beslissingen nemen los van de context blijkt grotendeels een illusie te zijn.⁴⁸

Weer een ander voorbeeld is de zogeheten 'availability biase': bij de inschatting of een gebeurtenis zich zal voordoen, laten mensen zich te veel leiden door gebeurtenissen die nog vers in hun geheugen liggen en door persoonlijke beleving. Een Amerikaans onderzoek geeft hier een mooi voorbeeld van. Desgevraagd gaven mensen aan de kans groter te achten om in de VS te worden doodgebeten door een haai, dan de kans om te overlijden als gevolg van uit de lucht vallende vliegtuigonderdelen. Het lijkt sowieso betrekkelijk absurd om de dood te vinden door uit de lucht dwarrelende vliegtuigonderdelen. In werkelijkheid echter is de kans daarop dertig maal groter. Maar 'shark attacks' krijgen nu eenmaal meer aandacht in de media en zijn ook makkelijker in te beelden. Er zijn nog meer relevante menselijke neigingen en vooringenomenheden, zoals 'herd behavior', kuddegedrag: het volgen van anderen onder het negeren van eigen informatie.⁴⁹ Dat is in wezen een vorm van risicomijden. De econoom Keynes beschreef die neiging treffend: 'It is better to fail conventionally than to succeed unconventionally.'⁵⁰ Ik laat het verder bij de genoemde voorbeelden.⁵¹

Samenvattend kan worden geconstateerd dat het gedrag van mensen vaak niet rationeel verklaarbaar is. Het wordt beïnvloed door menselijke neigingen die juist niet logisch zijn en de oordeelsvorming en keuzes van mensen vertroebelen. Menselijk gedrag wordt begrijpelijker en beter voorspelbaar als dergelijke aspecten bij de analyse worden betrokken. Na alle voorbeelden die ik zojuist gaf, kan de gedachte wellicht opkomen dat dit allemaal weinig nieuwe inzichten brengt. Dat mag zo zijn. Maar nieuw is wel dat deze inzichten steeds beter kunnen worden beschreven en onderbouwd en dat de praktijk in staat wordt gesteld ze te gebruiken. Zo kan worden aangetoond dat financiële analisten bij nieuwe positieve informatie over een onderneming sneller terugkomen op een eerder verkoopadvies,

48. Vgl., zij het over een iets ander aspect van getuigenverhoor, Van Koppen (2002), p. 465 e.v.

49. Zie daarover bijv. Bainbridge (1999), p. 13 e.v.

50. Keynes (1936), p. 158.

51. Uiteraard biedt de psychologische literatuur in het algemeen (met name op het gebied van de gedragspsychologie, massapsychologie en bedrijfspsychologie) ook verdere inzichten, zij het dat die vaak nog niet zijn toegesneden op toepasbaarheid in andere wetenschappen. Zie bijvoorbeeld Domjan (2003); Jansen (2003); Schermerhorn/Hunt/Osborn (2005); Aronson/Wilson/Akert (2005).

dan ze bij negatieve informatie terugkomen op een koopadvies. Dat onderzoek laat zien dat beleggers er wel degelijk van uitgaan dat resultaten uit het verleden garanties bieden voor de toekomst, is verder een voorbeeld van het eerdergenoemde 'anchoring'.⁵² Bij gebrek aan andere referentiepunten laten zij zich daardoor leiden, terwijl beleggingsresultaten daar op zichzelf geen aanleiding toe geven. Dit heeft gevolgen voor de koers van een onderneming en kan gemakkelijk tot een over- of onderwaardering daarvan leiden. Het zorgt onder meer voor een zogeheten prijs-momentum-effect: aandelen met een hoge beurskoers blijven de volgende maanden vaak beter presteren. Het omgekeerde is het geval voor aandelen met een tegenvallende koers, ook al is er verder geen beleggersinformatie voorhanden die een dergelijke ontwikkeling zou kunnen verklaren.

Ook suggereert onderzoek dat het feit dat veel bedrijfsovernames geen waarde toevoegen, te herleiden is tot overmoed en 'overoptimisme' van bestuurders. Zij blijken te snel uit te gaan van de juistheid van hun eigen analyse over te behalen synergieën en brengen daarom te snel een te hoog bod uit op de over te nemen onderneming.⁵³ Er zijn meer toepassingen van Behavioral Finance op het bestuur en de financiering van ondernemingen. Die betreffen bijvoorbeeld de voorkeur van bestuurders om te financieren met vreemd vermogen. Onderzoek suggereert dat die voortkomt uit hun overoptimistische oordeel dat de aandelen van hun onderneming ondergewaardeerd zijn. Of ze hebben betrekking op de manier waarop bestuurders reageren op toezichthouders zoals commissarissen of aandeelhouders. Ook suggereert onderzoek dat financiële markten efficiënter zijn in noodzakelijke wijzigingen van de allocatie van financiële middelen dan bestuurders, die vaak persoonlijk moeite hebben met het nemen van harde maatregelen.⁵⁴

52. Zie Thaler (2005), p. 353 e.v.

53. Zie Thaler (2005), p. 62 en p. 667 e.v.

54. Vgl. Camerer/Loewenstein/Rabin (2004), p. 39. Vgl. over irrationeel gedrag van bestuurders verder Sunstein (2004), p. 144 e.v.

4 Gedragsonderzoek in het recht

4.1 *Wat is het juridische belang van Behavioral Economics?*

Wat moeten we nu met al deze inzichten en beschouwingen? Hoe kunnen zij ons helpen de werking van ons rechtssysteem te verbeteren? Zoals wij eerder zagen krijgt het ondernemings- en effectenrecht steeds vaker – expliciet of impliciet – de functie om wenselijk gedrag te stimuleren en onwenselijk gedrag te ontmoedigen.⁵⁵ Het recht begeeft zich daarmee op het terrein van de psychologie en deze ontwikkeling dwingt om inzichten over menselijk gedrag te verdisconteren. Net als in de economie, zal daarbij in het recht rekening moeten worden gehouden met ‘the human factor’. Net als in de economie ook, zal in het recht een vooronderstelling over de rationeel handelende mens niet volstaan. De consequenties van studies over irrationele gedragingen van mensen moeten worden onderzocht. Soms lijken dat bevestigingen van ‘common sense’-inzichten die iedereen heeft. Soms ook zijn ze op het eerste gezicht volstrekt onlogisch en contra-intuïtief. Maar het gaat hier om verantwoording en legitimatie. Als juristen en beleidsmakers de pretentie hebben om gedrag met regels te beïnvloeden, dan zal ook inzichtelijk gemaakt moeten worden hoe zij daarin effectief willen zijn. Duidelijk moet ook zijn of de bewuste regels onbedoelde neveneffecten en andere bijkomende kosten hebben en hoe de beoogde effecten daartegen opwegen. Het is de logische volgende stap.

Wat moet er dan concreet gebeuren? Regelgevers zullen gedragseffecten nadrukkelijker moeten adresseren. Voorzover een regel een gedragseffect beoogt, dient een helder omschreven doel te worden geformuleerd en een duidelijk toetsbare hypothese te worden gesteld over te verwachten gedragseffecten en ongewenste neveneffecten.⁵⁶ Het lijkt mij een aanmerkelijke verbetering van het regelgevingsproces als hier bij het ontwerpen van nieuwe regels steeds bij stilgestaan zou worden. Vervolgens zal na enige tijd geëvalueerd moeten worden of de hypothese juist blijkt te zijn dan wel of bijsturing noodzakelijk is.⁵⁷ Op termijn kunnen ook bestaande regels bij die

55. Vgl. Korobkin (2001), p. 1 e.v.

56. Vgl. Crombag (2000), p. 62 e.v.; Asser-Vranken, Vervolg, nr. 11.

57. Zie voor een voorbeeld van een dergelijke benadering over de preventieve werking van regels in de Amerikaanse criminologie Sherman (1998) en daarover Van Dijk (2002), p. 165 e.v.

evaluatie worden betrokken. Ook in het huidige systeem van het ondernemings- en effectenrecht liggen immers veel gedragseffecten besloten. Het ligt in de rede om bij deze benadering ook de expertise van gedragsdeskundigen te gebruiken. Verder kan gebruik worden gemaakt van het steeds omvangrijkere onderzoek dat al voorhanden is en kan eigen aanvullend onderzoek worden verricht waar dat nodig is. Kijkend bijvoorbeeld naar analyses over de boekhoudschandalen, kan worden geconstateerd dat er een veelheid is aan meningen, maar een tekort aan grondig empirisch onderzoek. Om dergelijke meningen over de gedragseffecten van regels in het ondernemings- en effectenrecht te kunnen staven, is de behoefte aan meer empirisch en multidisciplinair onderzoek onmiskenbaar.⁵⁸ Hoe minder feiten, hoe meer theorieën, zegt een oud Chinees gezegde.

Het lijkt mij dat deze benadering ook goed zou passen in de recente ontwikkelingen omtrent regelgevingsprocessen in het algemeen, en bij het ondernemings- en effectenrecht in het bijzonder. Er is de laatste decennia een groeiende druk op overheden om te dereguleren en de kwaliteit van wetgeving te verbeteren.⁵⁹ Zij lijken steeds meer gevoelig voor die druk. De Europese Commissie gaf in september 2005 aan grote aantallen wetsvoorstellen te zullen schrappen⁶⁰ en in Nederland heeft de regering na een rapport van de Commissie-Stevens⁶¹ aangekondigd werk te zullen gaan maken van het schrappen van 'irritante' en overbodige regels.⁶² Ook worden

58. Zie bijv. Cools (2005). Vgl. verder Vranken (2005), o.m. nr. 147 e.v.; Thaler (2005), p. 64.

59. Zie bijv. Fd 16 juli 2005, p. 7: 'Het prijskaartje van de regeldrift' en recentelijk nog Fd 22 september 2005, p. 3: 'Meer werk maken van verminderen van regels'. Zie ook Fd 8 augustus 2005: 'Meer dan de helft van de regels is niet nuttig', waarin de CFO van Aegon klaagt dat zijn tijd de laatste jaren voor zo'n 70% in beslag wordt genomen door het voldoen aan regels als de Code Tabaksblad, Sarbanes-Oxley, Solvency II en IFRS.

60. Zie o.m. NRC 27 september 2005, voorpagina en p. 5: 'Brussel schrappt 68 wetsvoorstellen'. Zie echter ook NRC 28 september 2005, p. 17: 'Regels verminderen is "herculestaak"'.⁶¹

61. Commissie-Stevens, Te druk met regels, juni 2005. Te downloaden van www.ez.nl. Zie ook het vervolgrapport van de Commissie-Stevens van 30 augustus 2005: De top 10 van hinderlijke regels.

62. Zie Fd 31 augustus 2005: 'Van Gennip belooft tien meest hinderlijke regels aan te pakken' (voorpagina en p. 3). Vgl. ook NRC 30 september 2005, p. 9. Zie verder TK 29 279, o.a. nr. 9 (Nota Rechtsstaat en Rechtsorde); TK 29 752, nr. 2 (Nota Modernisering Ondernemingsrecht), p. 18 e.v. Zie echter ook TK 28 179, nr. 52, p. 28 waar de Minister van Justitie aangeeft geen verplichte evaluaties te willen verrichten. Zie voor een voorbeeld uit het effectenrecht (t.a.v. de Wfd) TK 29 507, nr. 3, p. 28 e.v., p. 108 en nr. 9, p. 57 en art. 117 Wfd. Zie overigens ook al het zogenoemde Hoofdpijnenakkoord van 16 mei 2003 ('meedoen, meer werk, minder regels').

steeds meer procedures ingesteld om de effecten van regels te analyseren⁶³ en wordt regelgeving steeds vaker geëvalueerd, zij het meestal op ad hoc-basis.⁶⁴ Regelgevers in het ondernemings- en effectenrecht zoeken ook steeds meer de dialoog met 'de markt' om zo tot beter toepasbare regels te kunnen komen.⁶⁵ Het toenemende gebruik van consultaties voorafgaand aan de introductie van nieuwe regels, is daarvan een duidelijk voorbeeld.⁶⁶ Dat is ook een belangrijk element in de nieuwe inrichting van het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten in 2001. Lamfalussy, de voorzitter van de naar hem vernoemde commissie die de aanzet tot deze herinrichting gaf, noemde het vroegere Europese wetgevingsproces 'een merkwaardige cocktail van Kafkaïaanse inefficiency'. Nu is het een strakker georganiseerd trapsgewijs proces, waarbij efficiëntie, marktgerichtheid en overzichtelijkheid veel meer centraal staan. Er wordt bij dit alles nadrukkelijk om input vanuit de markt gevraagd. 'Tell us where to cut red-tape', vroeg de Europese Commissie onlangs nog.⁶⁷

Dit zijn allemaal op zich begrijpelijke stappen om het alsmaar uitdijende ondernemings- en effectenrecht in de greep te krijgen en te houden. Tot dusver echter zijn *gedragseffecten* bij de analyse van die regelgeving nog onderbelicht gebleven. De discussie wordt daarmee te eenzijdig gevoerd. Waar-

63. In Europa loopt al enige tijd het zogenoemde SLIM-project (Simpler Legislation for the Internal Market) waarbij men stapsgewijs de kwaliteit van wetgeving probeert te verbeteren. Zie bijv. Mededeling van de Commissie, Actieplan 'Vereenvoudiging en verbetering van de regelgeving' van 5 juni 2002, COM (2002) 278. En daar zijn onlangs nog de nieuwe zogeheten Impact Assessment Guidelines aan toegevoegd, die moeten leiden tot een betere analyse van het effect van nieuwe regels in het bijzonder op het concurrentievermogen. Zie Europese Commissie, SEC (2005) 791 van 15 juni 2005. Nederland kent een vergelijkbare procedure bij wetsvoorbereiding in de vorm van de zogeheten Bedrijfs Effecten Toets (BET). Zie daarover de Nota Effectenbeoordeling Voorgenomen Regelgeving, ministerie van Economische Zaken, VROM en Justitie, juli 2003. Zie ook de zogeheten Tafel van Elf: een analysemodel t.b.v. de wetgever met 11 factoren die bepalend geacht worden voor de naleving van wetgeving en waaraan wetgeving kan worden getoetst (De 'Tafel van Elf', Beknopte toets voor de handhaafbaarheid van regels, november 2004, te downloaden van www.justitie.nl).

64. Zoals de evaluatie die werd verricht over de werking van de financiële bijsluiters. Zie Evaluatie van de Financiële Bijsluiters, Millward Brown/Centrum, Amsterdam juni 2004. Zie verder TK 26 676, nr. 5, p. 6; TK 30 189, nr. 5, p. 5; Europese Groenboek over het beleid op het gebied van financiële diensten (2005-2010), COM (2005) 177, p. 6 e.v.

65. Zie bijv. de AFM-brochure Het Europese wetgevingsproces voor de financiële markten, december 2004, o.m. op p. 4.

66. Zie over die ontwikkeling overigens kritisch M.J.G.C. Raaijmakers (2005), p. 259 e.v.

67. Zie het persbericht IP/05/693 van de Europese Commissie van 8 juni 2005.

schijnlijk is ook vanuit gedragsoptiek te bepleiten dat de enkele omvang van regels een probleem kan zijn wanneer daarvan geen duidelijke signalen meer uitgaan naar burgers en organisaties. Zij weten dan niet goed wat er van hen wordt verwacht.⁶⁸ Maar deregulering is geen doel op zichzelf. Voor kwalitatief goede wetgeving is meer nodig dan slechts de enkele omvang ervan verminderen. Een gedragsrechtelijke analyse van regelgeving kan een belangrijke bijdrage leveren aan de gewenste kwaliteitsverbetering. Het is nuttig om te kunnen analyseren waar 'de markt' faalt en hoe overheidsingrijpen van nut kan zijn. Denkbaar is dat vanuit dat perspectief op sommige punten de conclusie juist moet zijn dat er nog te weinig regelgeving is, in plaats van te veel.⁶⁹

4.2 *Mogelijke tegenwerpingen*

Natuurlijk zijn er ook problemen bij het toepassen van gedragsonderzoek in het ondernemings- en effectenrecht en het recht in het algemeen, zoals overigens bij elk multidisciplinair onderzoek. Zo wees Tjittes – daarin bijgevalen door Hartlief – onlangs nog op de grote kosten die gemoeid zijn met het verrichten van 'sociaal-wetenschappelijk onderzoek' ter onderbouwing van juridische en rechtseconomische regels. En hij wees op het feit dat dergelijk onderzoek – mede vanwege die kosten – nog altijd schaars is.⁷⁰ Ook is hij beducht voor het ontstaan van een kloof tussen praktijk en wetenschap zoals in Amerika. Daar is de wetenschap, in zijn woorden, verworden tot een narcistisch clubje, dat elkaar in wetenschappelijke bladen bestrijdt, maar geen enkele band heeft met de praktijk.⁷¹ Maar ook in Amerika zelf wordt gewaarschuwd voor een al te gemakkelijk gebruik van de resultaten uit gedragsonderzoeken.⁷² Zo wordt erop gewezen dat het vaak moeilijk is die onderzoeksresultaten te generaliseren tot algemene conclusies. En dat er moet worden gewaakt voor een al te paternalistische houding in een poging

68. Vgl. voor het strafrecht Crombag (2002), p. 758 e.v.

69. Vgl. Sunstein (1990), p. 3.; Bakan (2004), p. 150 e.v.

70. Tjittes (2005), p. 1881; Hartlief (2005b), p. 1871, waar hij zich afvraagt of het verrichten van meer empirisch onderzoek naast alle overige ontwikkelingen in het privaatrecht niet te hoge eisen stelt aan rechter en wetenschap. Zie ook kritisch Korthals Altes (2005), p. 900.

71. Vgl. ook Vranken (2005), nr. 116.

72. Zie bijv. Bainbridge (1999), p. 27 e.v.

gedrag te reguleren.⁷³ Ook wordt gewaarschuwd tegen overschatting van de invloed van juridische regels op menselijk gedrag en de maatschappij. Bovendien hebben ook psychologen de wijsheid niet in pacht en strijden zij onderling over de juistheid van gedragstheorieën en de wijze waarop onderzoeken moeten worden geïnterpreteerd.⁷⁴

Dit zijn allemaal juiste constatering en terechte waarschuwingen. De vraag is echter of het een reden is om het verrichten van gedragsrechtelijk onderzoek in juridisch verband maar helemaal achterwege te laten. Dat lijkt mij niet. Wel zijn het evenzoveel redenen om er zorgvuldig mee om te gaan, zeker ook omdat het praktisch toepasbare gedragsonderzoek in de economie en het recht nog in de kinderschoenen staat. Desalniettemin groeit dit onderzoek gestaag. Juist voor het ondernemings- en effectenrecht kan inmiddels worden geput uit een indrukwekkende hoeveelheid studies.⁷⁵ Bovendien is een groeiend aantal wetenschappers al op zoek naar concrete toepassingen in het recht, en het ondernemings- en effectenrecht meer in het bijzonder.⁷⁶ Juristen die gebruikmaken van gedragsonderzoek zullen zich daarbij – uiteraard – kritisch moeten opstellen en moeten waken voor al te lichtvaardige toepassing.

Het punt is echter dat gedragsbeïnvloeding nu eenmaal een inherent onderdeel uitmaakt van onze regelgeving en, zoals gezegd, dat steeds meer lijkt te gaan uitmaken. Regelgevers hebben de verantwoordelijkheid zorg te dragen voor goede regelgeving. De belangen daarbij zijn groot, zeker in het ondernemings- en effectenrecht waar gevallen zoals de aandelenlease-affaire of de boekhoudschandalen ingrijpende gevolgen kunnen hebben. Die belangen rechtvaardigen dat gedegen onderzoek wordt gedaan naar de

73. Zie Korobkin (2001), p. 14; Klick (2005).

74. Zie Crombag (2000), p. 93 e.v.

75. Zie bijv. naast de elders in deze bijdrage genoemde onderzoeken de volgende greep uit beschikbare studies (waarvan het merendeel toegankelijk is via ssrn.com): Jensen (1994), p. 4 e.v.; Shiller (2001); Langevoort (2001); Frey/Benz (2002); Dallas (2002); Cunningham (2002), p. 767 e.v.; Chen (2003); Chorvat (2003); Greenfield/Kostant (2003); Koonce (2004). Zie ook Shiller (2002) die spreekt van een 'blossoming of research on behavioral finance' vanaf het begin van de jaren negentig.

76. Zie bijv. Du Perron (2003), p. 196-197; Kroeze (2004), p. 129 e.v.; Kristen (2004), p. 562 e.v.; Kroeze (2005b); Giesen (2005b); Smits (2005); Barendrecht (2004), p. 2180 e.v. Zie ook Van Koppen (1988). Zie verder Sunstein (2004); Korobkin/Ulen (2000); Fanto (2002); Hill (2004). Zie over dit soort ontwikkelingen kritisch o.a. Mitchell 2002. Zie ook Van Boom (2003); Van Boom/Borgers (2004).

effectiviteit van de regelgeving, ook al zijn daarmee extra kosten gemoeid. Daar dient natuurlijk ook de wetenschap haar taak te vervullen. Uiteraard kan een gedragsrechtelijke benadering immers ook wetenschappelijk helpen om tot betere analyse en beoordeling van regelgeving te komen. Dat begint al met het stellen van de juiste vragen en het blootleggen van vooronderstellingen over gedragseffecten die aan regels ten grondslag liggen.⁷⁷ Laat ik proberen enkele van die vragen te formuleren.

4.3 *Vragen over zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid*

Ik was eerder kritisch over de financiële bijsluiters. Daarbij wordt een te eenzijdige nadruk gelegd op de veronderstelde heilzame werking van transparantie over risico's. De waarschuwingen kunnen wellicht nog nadrukkelijker naar voren worden gebracht.⁷⁸ Maar de mate van verantwoordelijk gedrag bij consumenten dat met transparantie kan worden bereikt, heeft naar verwachting zijn grenzen.⁷⁹ Regelgevers constateren zelf dat consumenten zich waarschijnlijk meer laten leiden door de inhoud van reclameuitingen, dan door de inhoud van bijsluiters.⁸⁰ Zouden we in dat licht niet moeten overwegen om nog meer aandacht te besteden aan de bron, het wekken van valse verwachtingen via reclames, in plaats van de aanbieder te dwingen weer wat van die verwachtingen te temperen met een bijsluiters?⁸¹

77. Interessant in dit verband is dat er in het aansprakelijkheidsrecht de laatste jaren ook een sterkere belangstelling is voor de preventieve werking van regels. Zie bijv. Barendrecht (2002), p. 605 e.v.; Faure/Hartlief (2002), o.m. op p. 18-19; Klosse (2003), p. 87 e.v.; Hartlief (2005a), p. 33 e.v.; Giesen (2005a), p. 146 e.v.; Tzankova (2005), p. 53 e.v. Overigens twijfelen veel juristen tegelijkertijd nog aan de preventieve functie van het aansprakelijkheidsrecht. Ook in de criminologie is van oudsher studie gedaan over de preventieve werking van strafrechtelijke regels, zij het dat ook in dat gebied pas de laatste jaren meer aandacht wordt besteed aan de gedragspsychologische aspecten daarvan. Vgl. Van Dijk e.a. (2002), p. 161 e.v. Zie ook Van Koppen (2002), o.a. p. 1 e.v.

78. Nadrukkelijker waarschuwingen voor de financiële risico's van complexe producten zijn ook in voorbereiding.

79. Zie ook Crombag (2000), p. 61.

80. Vgl. Toelichting bij het concept Besluit financiële dienstverlening, p. 7 jo. p. 51. Zie ook TK 29 507, nr. 28, p. 3.

81. De Britse regering gelooft al niet meer in het oplossen van dit soort problemen door transparantie. In een onderzoek uitgevoerd in opdracht van het Britse ministerie van Financiën werd geconstateerd dat de markt voor middellange- en langetermijnbeleggingsproducten voor consumenten niet gezond functioneert. Zie Sandler Review of Medium and Long-Term Investment, 9 juli 2002, te downloaden van hm-treasury.gov.uk.

Afhankelijk van hoe effectief dergelijke maatregelen zijn, zou verder overwogen kunnen worden een inkomenstoets in te stellen: beneden een bepaald inkomen mag het complexe risicovolle product alleen worden verkocht als blijkt dat de consument voldoende vermogen heeft om eventuele tegenslagen op te vangen, of als aanvullende risicobeperkende maatregelen worden genomen.⁸² Bij kredietverschaffing wordt een dergelijke redenering overigens wél gevolgd.⁸³ De vraag rijst waarom bij complexe financiële producten met vergelijkbare financiële risico's een andere benadering wordt gekozen.

De discussie over de financiële bijsluiters roept ook een bredere juridische vraag op, namelijk hoe in het algemeen zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid zich tot elkaar verhouden. De discussie hierover heeft vaak een zeker rechtspolitiek karakter. De een vindt dat het aan financiële instellingen is om mensen tegen zichzelf in bescherming te nemen.⁸⁴ De ander wil de verantwoordelijkheid zo veel mogelijk bij consumenten zelf laten en denkt dat te veel zorgplichten die consument 'lui' zullen maken.⁸⁵ In dit debat blijft echter de vraag onderbelicht welke prikkels nu precies een rol spelen bij de beslissingen van mensen en hoe regelgevers daar rekening mee houden. Wanneer worden consumenten 'lui'? Hoe werken *moral hazards* bij financiële dienstverlening? Wat is de rol van reclame, waarvoor mensen in bepaalde omstandigheden zó gevoelig blijken te zijn, dat zij zich niet meer laten afbrengen van een eenmaal opgevat plan tot aankoop? De omvangrijke marketinginvesteringen die bij het lanceren van nieuwe producten worden gedaan, dragen hier denkbaar aan bij.⁸⁶ Gedragsstudie is met andere woorden het ontbrekende element in het debat over zorgplicht en eigen verantwoordelijkheid.⁸⁷

82. Zie in vergelijkbare zin Du Perron (2003), p. 196-197.

83. Vgl. TK 29 708, nr. 19, p. 313.

84. Vgl. – zij het in algemener verband – Huls (2004), p. 101 e.v.; Van Schilfgaarde (2001), p. 21 e.v.

85. Vgl. o.a. Hartlief (2004), p. 117 waar hij ervoor pleit de consument niet te beschouwen als 'zielige figuur die niet voor zichzelf kan zorgen'. Zie echter zijn UM-diesrede (2005a), o.a. op p. 42. Vgl. ook Du Perron (2002), p. 142.

86. Vgl. Bakan (2004), p. 117 e.v.

87. Zie ook Vranken (2005), nr. 118.

4.4 *Vragen over bestuurdersbeloning, onafhankelijkheid en bedrijfscultuur*

Dat bij bestuurdersbeloning een gedragsrechtelijke benadering een nuttige bijdrage kan leveren aan het debat, kan, dunkt mij, moeilijk in twijfel worden getrokken. Er wordt natuurlijk al de nodige aandacht besteed aan de prikkels door variabele beloning en aan de ongewenste neveneffecten daarvan. Toch heb ik de indruk dat deze toch al zo beladen discussie danig wordt vertroebeld door oneigenlijke elementen zoals opportunisme en incidentalisme. Ook wordt het debat over de juiste prikkels voor bestuurders voortdurend verstoord door de – meer aandacht trekkende – discussie over de enkele hoogte van beloningen. Abstraherend van dat alles en van de ontwikkeling van de markt zelf, is er nog geen duidelijk antwoord gevonden op de vraag of variabele beloning heeft gebracht wat zij belooft: een echte ‘alignment of interests’ tussen bestuurders en aandeelhouders en de vennootschap.

Een dergelijk ‘alignment’ veronderstelt dat een bestuurder met een agressief variabel beloningspakket veel beter zijn best doet om de onderneming goed te laten presteren dan een bestuurder die alleen maar een vast salaris ontvangt. Is dat nu echt zo? Onderzoek suggereert dat managers vanuit hun overoptimisme sowieso al denken dat ze bezig zijn de waarde van de onderneming te vergroten – zelfs als dat niet het geval is – en dat variabele beloning hun gedrag daarom niet zal veranderen.⁸⁸ Kan bestuurdersgedrag überhaupt adequaat worden gestuurd, dat wil zeggen zonder het meteen teniet te doen vanwege ongewenst kortetermijn- en manipulatiegedrag dat tegelijkertijd wordt bevorderd?⁸⁹ Misschien is ‘alignment of interests’ als ratio voor variabele beloning een illusie. Het lijkt gerechtvaardigd

88. Thaler (2005), p. 62. Zie ook p. 667 e.v. Vgl. ook Conyon/Murphy (2002), p. 625 e.v. waar zij laten zien dat de onderzoeksgegevens over de laatste decennia twijfels doen rijzen naar het verband tussen variabele beloning en prestaties van de onderneming. Zie ook R. Crespi e.a. in dezelfde bundel, p. 647 e.v. Zie verder Bebchuk/Fried (2004), p. 6 e.v.

89. Jensen/Murphy (2004), p. 18: CEO's proberen kortetermijnkoersen te verhogen ten koste van langetermijnwaardegroei. Vgl. ook Cools (2005), p. 81 e.v., zij het dat hij de situatie ‘niet hopeloos’ acht.

digd een debat te hebben over herbezinning van variabele beloning, mede in het licht van de vraag wat managers nu werkelijk motiveert.⁹⁰

Bovendien is de vraag of het probleem van boekhoudschandalen niet bredere en diepere oorzaken heeft. De vraag is of wij corporate governance in het algemeen niet te formalistisch benaderen. Of we niet – bij gebrek aan iets beters – te zeer proberen menselijk gedrag te reguleren door formele regels. Neem bijvoorbeeld de onafhankelijkheid van commissarissen. Natuurlijk is het nuttig om te weten dat een commissaris geen familiebanden heeft met de bestuursvoorzitter of vergoedingen ontvangt van de vennootschap.⁹¹ Het werkelijke probleem is echter niet of een commissaris een ‘vriendje’ is van de bestuursvoorzitter, maar of hij zich onafhankelijk *opstelt* en *gedraagt*. Ook ‘vriendjes’ kunnen zich zeer kritisch en professioneel opstellen. En, belangrijker nog: ook formeel onafhankelijke commissarissen kunnen knikkende knieën krijgen als het echt moeilijk wordt.

Hij kan te gemakkelijk meegaan in de argumenten van een bestuursvoorzitter en diens standpunt als referentiepunt nemen voor beoordeling in plaats van een stap terug te doen en eerst zelf een mening te vormen.⁹² Hij kan te lang vasthouden aan een eenmaal ingenomen standpunt, hoezeer zich later ook nieuwe inzichten aandienen die een andere richting op wijzen. Ik roep de voorbeelden uit de Behavioral Economics over ‘anchoring’ en conservatisme in herinnering. Wat nodig is, zijn commissarissen die

90. Dat een eerder debat naar aanleiding van de regel in de concept Code-Tabaksblat dat het variabele gedeelte van de beloning slechts 50% mag zijn op niets is uitgelopen doet daaraan m.i. geen afbreuk. Bij die gelegenheid heeft geen debat plaatsgevonden over de effectiviteit van de huidige beloningssystematiek zoals hier besproken. Zie hierover punt 33 van de Verantwoording bij de Code Corporate Governance. Vgl. M.J.G.C. Raaijmakers (2002), p. 303-304. Vgl. verder Skeel (2005), p. 204 e.v.; Bebchuk/Fried (2004), die betogen dat het kernprobleem bij bestuurdersbeloning is dat deze bij gebreke van werkelijk ‘arm’s-length’-onderhandelingen niet op de juiste wijze totstandkomt.

91. III.2.2 Code Corporate Governance. Vgl. verder de aanbeveling van de Europese Commissie van 15 februari 2005 over de taak van commissarissen en *non-executives* (2005/162/EG, Pb EU 2005, L 52/51). Daarin wordt een wat flexibelere toets aanbevolen, zij het nog steeds een toets gericht op het vaststellen of een commissaris beoordeeld naar bepaalde maatstaven onafhankelijk is.

92. Vgl. ook Kroeze (2005a), p. 274 en 278. Hij verwijst verder naar de Engelse Combined Code waarin in ieder geval wordt bepaald dat beoordeeld moet worden of de desbetreffende persoon onafhankelijk is ‘in character and judgement’. Overigens speelt dit probleem ook binnen de raad van bestuur zelf. Vgl. in dit verband Smit (2004), p. 227 e.v. waar beschreven wordt hoe er op zeker moment binnen de raad van bestuur van Ahold feitelijk geen critici meer waren t.o.v. de CEO.

stevig in de schoenen staan. Vrije, onafhankelijke denkers die niet bang zijn een afwijkende opvatting naar voren te brengen, ook al is de druk groot om zich te conformeren aan het standpunt van de groep.⁹³ Voor weloverwogen besluitvorming heb je mensen nodig die soms flink 'contrair gaan' om te zien of de voorgestelde positie stand kan houden. Commissarissen zouden hier meer op geselecteerd moeten worden. Bovendien zou een ambiance moeten worden gestimuleerd (in eerste instantie door de voorzitter van de raad van commissarissen) die een kritische, onafhankelijke opstelling van commissarissen bevordert. De Code Tabaksblat zegt hier echter niets over.⁹⁴

Een vergelijkbare kwestie betreft het gedrag van bestuursvoorzitters zelf en de rol die enkelen daarvan hebben gespeeld bij de recente boekhoudschandalen. Het waren vaak, zoals Skeel ze noemt,⁹⁵ 'celebrity CEO's'.⁹⁶ Charismatische bestuursvoorzitters met veelal een financiële achtergrond, die ondernemingen in de toenmalige hausse bestuurden als waren het financiële producten. Zij oogstten daarmee veel succes en bewondering in de financiële markten en de media. Kan hun gedrag worden herleid tot hun eigen persoonlijkheidsstructuur? Of werd dat in meer of mindere mate ook bepaald door de omstandigheden waaronder zij werkten: hoge gewekte verwachtingen, vergaande prestatiedruk, scherpe concurrentiestrijd en agressieve variabele beloningen?⁹⁷ Ik wil hun gedrag allerminst goedpraten, maar het lijkt te gemakkelijk om hen te bestempelen als criminelen, ze in het gevang te stoppen en te denken dat het probleem daarmee is opgelost.

In managementonderzoek en organisatieleer wordt al veel langer gewerkt met psychologische analyses. Daaruit blijkt onder meer dat gedrag van mensen in een organisatie vaak veel meer dan gedacht wordt bepaald door bedrijfscultuur en andere relevante omgevingsfactoren dan door hun persoonlijkheidskenmerken.⁹⁸ Natuurlijk speelt persoonlijkheid mede een

93. Zie over dit principe van 'group think' o.m. Jansen (2003), p. 151 e.v.; Marmet/Meyer (2004), p. 14 e.v.; Schermerhorn/Hunt/Osborn (2005), p. 192 e.v.; Aronson/Wilson/Akert (2005), p. 284 e.v. Vgl. ook Musschenga (2004), p. 152 e.v.; Welch (2005), p. 25 e.v.

94. Denkbaar dat in zowel III.2 als III.4 deze onderwerpen als belangrijke aspecten naar voren komen.

95. Skeel (2005), p. 151.

96. Vgl. Skeel (2005), o.a. op p. 6 e.v.; Musschenga (2004), p. 22 e.v. Zie ook Crombag (2000), p. 27 e.v.

97. Vgl. Cools (2005), p. 45 e.v.

98. Zie Jansen (2003), p. 19 e.v.; Smit (2004), p. 296 e.v.; Stoker (2005).

rol, maar het is niet ondenkbaar dat zelfs het feit dát iemand met een bepaalde persoonlijkheid op de plek van bestuursvoorzitter terechtkomt, gerelateerd is aan omgevingsfactoren zoals bedrijfs- en bestuurscultuur. Mij dunkt dat een beter inzicht nodig is in de bepalende omgevingsfactoren voor het gedrag van bestuursvoorzitters. Dat speelt temeer omdat er bovendien een wisselwerking blijkt te zijn met de invloed van de bestuursvoorzitters zelf op de organisatie: onderzoek toont immers aan dat zij een sterke voorbeeldfunctie hebben.⁹⁹ Die voorbeeldfunctie heeft op die manier aanzienlijke gevolgen voor de bedrijfscultuur en daarmee ook voor de integriteit van de gehele organisatie waaraan zij leiding geven.

De vraag rijst daarom of we 'softe factoren' als bedrijfs- en bestuurscultuur niet zouden moeten betrekken in regelgeving over integriteitsbevordering. Moet de raad van commissarissen daar niet structureler aandacht voor hebben? Zouden aandeelhouders, analisten en misschien zelfs accountants niet nadrukkelijker bedacht moeten zijn op omgevingsfactoren die narcisme bevorderen? Zou het effectief zijn als zij daar in de Code Tabaksblat expliciet toe aangezet worden? Dit wordt misschien makkelijk weggewuifd als 'luchtfietserij' en 'daar kunnen we niets mee'. Maar wie naar psychologisch onderzoek kijkt, zal aanknopingspunten vinden dat dit soort factoren mogelijk zelfs een grotere invloed hebben op integriteit dan het naleven van talloze formele 'compliance-regels'. Het is dan opmerkelijk dat zoveel tijd wordt besteed aan het laatste en zo weinig aan het eerste. Misschien zou 'cultuurmanagement' gezien de grote invloed op de organisatie, zowel wat integriteit als prestatievermogen betreft, minder vrijblijvend moeten worden.¹⁰⁰

Ik zeg met dit alles overigens niet dat formele regels zinloos zijn, maar wel dat zij mogelijk slechts een beperkt effect hebben op het gedrag van de mensen die ze beogen te reguleren.¹⁰¹ Meer aandacht voor de 'softe' factoren kan bijdragen aan een veel robuustere governance van ondernemingen.¹⁰²

99. Zie daarover bijv. Jansen (2003), p. 336; Stoker (2005), o.a. op p. 5. Vgl. ook het populaire managementboek van Stephen R. Covey, *De zeven eigenschappen van effectief leiderschap* (2003), p. 172 e.v. over het belang van integer gedrag van managers in een organisatie.

100. Vgl. Musschenga (2004), p. 170 e.v.; Skeel (2005), p. 170 e.v.

101. Zie ook Cools (2005), p. 34 e.v.

102. Vgl. ook de zgn. *Hermes Principles* van 2002 (hermes.co.uk), waarin de Engelse institutionele belegger Hermes een meer materiële benadering van de hele governance-discussie voorstaat.

Overigens moeten we blijven beseffen dat niet alles is af te dichten, noch met formele, noch met materiële regels. Om het met Jack Welch te zeggen:

'Look, crises happen. As long as companies are made up of human beings, there will be mistakes, controversies, and blowups. There will be accidents, theft, and fraud. The cold truth is that some degree of unwanted and unacceptable behavior is inevitable. If people always followed the rules, there would be no police forces, courthouses, or jails.'¹⁰³

Gedragsonderzoek kan helpen de grens te zoeken tot waar met acceptabele kosten gedrag kan worden gereguleerd, en vooral ook welke effectieve regels kunnen worden bedacht om in dit proces de optimale balans te vinden.

4.5 *Andere onderzoeksonderwerpen*

Er zijn nog meer onderwerpen die zich lenen voor verbreding van onderzoek naar gedragsrechtelijke aspecten, zoals de rol die de AFM moet innemen in ons hedendaagse ondernemings- en effectenrecht. Verschillende gedragsaspecten zijn hierbij van belang: kan aansprakelijkheid van de AFM zélf bijvoorbeeld een effectieve prikkel geven voor beter toezicht?¹⁰⁴ Of werkt het zo niet en leidt dat alleen maar tot indekgedrag en incidenta-lisme? Wordt sowieso momenteel misschien te gemakkelijk naar toezicht als instrument gegrepen,¹⁰⁵ in plaats van het ontwerpen van betere regels? Staat de afschrikwekkende werking ervan wel in verhouding tot de ongewenste bijwerkingen?¹⁰⁶ Een ander onderwerp betreft de relatie tussen bestuurdersaansprakelijkheid en het gedrag van bestuurders. In zijn recente Rotterdamse oratie wijst Kroeze op onderzoek waaruit blijkt dat zelfs kleine aanscherpingen van aansprakelijkheid tot onevenredig risicomijdend gedrag kan leiden.¹⁰⁷ Bij het streven naar een sterkere economie, zijn dit aspecten die bij het ontwerpen van nieuwe regelgeving niet genegeerd

103. Welch (2005), p. 147.

104. Zie in die zin Giesen (2005a), p. 146-147. Zie ook Coffee (2004), p. 455 e.v.

105. En soms zelfs naar toezicht op toezicht op toezicht, zoals de AFM die de externe accountant moet gaan controleren die op zijn beurt de interne accountant van de onderneming controleert die op zijn beurt het management controleert. Zie kritisch over de effectiviteit van de AFM TK 29 635, nr. 1-2 (rapport Algemene Rekenkamer), o.a. p. 6.

106. Zie daarover o.m. Timmerman (2005), p. 204 e.v.

107. Kroeze (2005b).

mogen worden. Er is behoefte aan een nadere analyse, ook bijvoorbeeld in het licht van de Europese ideeën over het introduceren van bestuurdersdiskwalificatie bij gebleken wanbeleid.¹⁰⁸ Gaat het hier om langetermijneffecten? Is het risicomijdend gedrag een gevolg van scherpere regelgeving of meer van 'publieke afstraffing' in de media? Dit vraagt om nader onderzoek.

Ik wil nog een enkel voorbeeld noemen. Kan het absenteïsme bij aandeelhoudersvergaderingen van beursondernemingen verholpen worden door het voor institutionele beleggers makkelijker te maken om te stemmen en hen te verplichten transparant te zijn over hun stembeleid,¹⁰⁹ of wordt het gedrag van veel pensioen-, vermogens- en fondsbeheerders te zeer beïnvloed door apathie, *moral hazards*, kortetermijngerichtheid, belangenconflicten en gebrek aan urgentie?¹¹⁰ Zullen interne toezichthouders in een two-tier-model beter in staat zijn zich aan een proces van 'group think'¹¹¹ te onttrekken dan in een one-tier-model, of speelt deze formele scheiding daarbij geen rol?¹¹² Wat is het effect van de ontwikkeling tot verdergaande transparantie in andere gebieden dan de eerdergenoemde financiële bijsluiter en bestuurdersbeloning?¹¹³

Doelstelling van het ondernemings- en effectenrecht is volgens de wetgever verder mede het scheppen van een gevoel van vertrouwen en het bevorderen van integer gedrag. Dat roept de vraag op hoe die doelstelling concreet moet worden uitgewerkt. Eveneens relevant is de rol van de zogeheten Monitoring Commissie bij het volgen van de Code Tabaksblat. Het zal interessant zijn om te zien of die Commissie ook aan gedragsrechtelijke effecten van de Code zal toekomen. Weer een andere vraag is aan welke vooringenomenheden regelgevers zelf blootstaan en hoe dat hun gedrag en

108. EU Corporate Governance Actieplan, COM (2003) 284, par. 3.1.3. Vgl. hierover verder Bras/Winter (2004), p. 328 e.v.

109. Zie Skeel (2005), p. 161 e.v.; Den Boogert (2005), p. 255-256; G.T.M.J. Raaijmakers (2005), p. 106 e.v.

110. Vgl. over belangenconflicten in fiduciaire verhoudingen Kortmann/Maatman (2005), p. 312 e.v.

111. Zie over dit principe Jansen (2003), p. 151 e.v.; Marmet/Meyer (2004); Schermerhorn/Hunt/Osborn (2005), p. 192 e.v.; Aronson/Wilson/Akert (2005), p. 284 e.v.

112. Vgl. Dumoulin (2005), p. 266 e.v.

113. Vgl. bijv. Verdam (2003a), p. 129 e.v.

daarmee het ondernemings- en effectenrecht beïnvloedt.¹¹⁴ Hoe groot is bijvoorbeeld het risico dat onder druk van de media in een financiële crisis als begin deze eeuw maatregelen worden genomen die feitelijk onvoldoende werken, maar waarmee critici op korte termijn de mond kan worden gesnoerd?

Een 'hot issue' is momenteel verder het zogeheten in-control-statement van ondernemingen. Ondernemingen moeten verklaren dat de interne risicobeheersings- en controlesystemen 'adequaat en effectief' zijn.¹¹⁵ Men kan zich afvragen of dat tevens een oordeel impliceert over beheersing van menselijk gedrag binnen de organisatie door middel van effectieve prikkels en bestraffing. Een andere vraag betreft 'class actions', die nu ook in Nederland in afgezwakte vorm via de Wet Massaschade mogelijk worden. Staan de voordelen daarbij wel in verhouding tot de nadelen? Men kan zich afvragen of het zogeheten 'vestzak-broekzak-gehalte' niet erg hoog is; aandeelhouders betalen via de waarde van de onderneming economisch uiteindelijk voor een belangrijk deel hun eigen schadevergoeding. De vraag is dan of de preventieve werking die ervan uit zou moeten gaan voor het gedrag van ondernemingen niet eigenlijk te beperkt is in het licht van de hoge kosten die ermee gemoeid zijn.¹¹⁶ Een laatste vraag die ik opwerp is of 'zelfregulering' en 'soft law' zoals de Code Tabaksblad een groter disciplinerend effect hebben voor bestuurders en andere betrokkenen dan harde, van hogerhand opgelegde regels.¹¹⁷

Al deze vragen zijn slechts een betrekkelijk willekeurige greep uit lopende discussieonderwerpen geplaatst in de sleutel van gedragseffecten. Het betrekken van dit soort perspectieven in de discussie, het zoeken naar relevante gedragsonderzoeken en het zo nodig verrichten van nieuw onderzoek om beter inzicht in de materie te krijgen, kan bijdragen aan een inhoud-

114. Zie daarover o.m. Bainbridge (1999), p. 29 e.v. In dit verband is ook de vraag van belang wat het effect van lobby-activiteiten precies is op wetgevingsambtenaren en daarmee op de uiteindelijke regelgeving. Vgl. in dit verband Bakan (2004), p. 102 e.v.

115. Conform II.1.4 van de Code Corporate Governance.

116. Ook in de VS zelf is er inmiddels de nodige discussie over de class action. Zie hierover o.a. Thompson/Thomas (2004), p. 1747 e.v. Interessant in dit verband is overigens dat volgens de Hoge Raad ook ons enquêterecht een preventieve werking heeft: HR 10 januari 1990, NJ 1990, 466 (OGEM II) r.o. 4.1.

117. Zie daarover Vranken (2004), p. 5 e.v.; M.J.G.C. Raaijmakers (2004), p. 99 e.v.; Cools (2005), p. 24 e.v.

delijk meer gericht debat. Het leidt, kort gezegd, uiteindelijk tot een meer effectieve en daardoor betere regulering. Overigens heb ik de rechterlijke macht in mijn verhaal bewust buiten beschouwing gelaten. Mijn betoog richt zich vooral op regelgevers en de wetenschap. Het is in eerste instantie aan hen om kritisch te zijn bij het ontwerpen, beoordelen en evalueren van nieuwe en mogelijk op den duur ook bestaande regels. Het mag echter duidelijk zijn dat de rechter een toenemende aandacht van regelgevers en wetenschappers voor de gedragsrechtelijke aspecten van regels bij de interpretatie en toepassing daarvan vanzelf in zijn overwegingen zal betrekken.¹¹⁸

118. Vgl. over de gedragsrechtelijke kanten van het rechterlijke oordeel zelf o.m. Van Koppen (2002), p. 761 e.v.; Van Boom (2003).

5 Slot

Ik kom tot een afronding. Onze wereld is complex. Alle wetenschappen blijven daarmee worstelen. Alle proberen ze de mysteries ervan vanuit hun eigen invalshoek te doorgronden.¹¹⁹ Ons beperkte begrips- en bevattingsvermogen stelt de wetenschap voortdurend voor nieuwe uitdagingen.¹²⁰ Zo blijkt in de astronomie 95% van de materie van het heelal nog volstrekt onbekend te zijn.¹²¹ Natuurkundigen vragen zich op hun beurt af hoe hun klassieke wetten zich verdragen met verschijnselen uit de quantummechanica zoals superpositie, waarbij één object op meerdere plaatsen tegelijk kan zijn.¹²² En biologen breken er hun hoofd over waarom de mens maar zo weinig genen heeft, nauwelijks meer dan een worm.¹²³ Dergelijke observaties gaan het menselijk bevattingsvermogen te boven.¹²⁴ Oorzaak en gevolg van gebeurtenissen zijn voor de mens lastig te overzien.¹²⁵ Menselijk

119. Vgl. Vranken (2005), nr. 145.

120. Het toonaangevende Amerikaanse wetenschapstijdschrift *Science* bracht dit jaar in het kader van zijn 125^{ste} verjaardag een speciaal nummer uit met 125 van de vragen waarop de wetenschap nog altijd geen antwoord heeft.

121. Seige (2005), p. 78. Zie ook Dijkgraaf (2005), p. 26-27.

122. Zie daarover bijv. Beenhakker (2005), p. 21 e.v. Hij merkt o.m. op dat wetenschappers geen intuïtie hebben voor quantummechanica: 'Onze hersenen zijn eigenlijk blijven steken bij de natuurkunde van de zeventiende en achttiende eeuw, bij de natuurkunde van Newton. Ik denk ook niet dat dat zal veranderen.' Gedragswetenschappen die dit bestuderen vormen bij dit alles geen uitzondering. Hoe bijvoorbeeld precies het concept samenwerking zich in de evolutie heeft ontwikkeld, is nog onduidelijk. Zie Pennisi (2005b), p. 93.

123. Meer in het bijzonder de zogeheten *Caenorhabditis elegans*. Zie daarover Pennisi (2005a), p. 80.

124. Misschien is zelfs het zoeken naar één waarheid al een bewijs van ons te beperkte eendimensionale denken. De vele tegenstrijdigheden die wij in de werkelijkheid tegenkomen, zijn wellicht een indicatie dat er ook meerdere waarheden tegelijkertijd kunnen bestaan. De Indische filosoof Nagarjuna ging hier ca. 125 n. Chr. ook reeds vanuit. Zie daarover Störig (2000), p. 63 e.v.; Batchelor (2000), p. 49 e.v.

125. Men noemt dit wel de causale leer. Wij moeten leven met een principiële onzekerheid. Zie Meester (2003), p. 132. Niels Bohr heeft in dit verband de zogeheten complementariteitstheorie ontwikkeld waarbij hij ervan uitging dat de mens niet in staat is de natuur met één consistente beschrijvingswijze te vatten. Zie daarover Keestra (2001), p. 211-212. Vgl. ook Hawkins (2001), p. 165 e.v. waar hij de voorspelling doet dat het menselijk brein – of we dat nu willen of niet – in de toekomst d.m.v. genetische manipulatie zal worden verbeterd om de groeiende complexiteit van de wereld om hem heen te kunnen bevatten. Er wordt op deze benadering overigens vooral vanuit wetenschappelijk-religieuze hoek nogal wat kritiek geleverd. Zie bijv. Meester (2003), p. 37 e.v., p. 74 e.v., en p. 87-89; Dekker (2005).

gedrag¹²⁶ blijkt in al zijn individuele en sociale aspecten al even moeilijk te doorgronden.¹²⁷ Wat betekent dit nu voor de rol van het recht als wij menselijk gedrag willen beïnvloeden?

Allereerst, denk ik, dat wij ons van die moeilijkheid bewust moeten zijn en daarom ook bescheiden moeten zijn in onze ambities. Het valt niet te ontkennen dat menselijk gedrag te beïnvloeden is. Maar het is moeilijk om werkelijk effectieve prikkels en straffen te ontwikkelen.¹²⁸ Het is moeilijk om de grenzen van gedragsbeïnvloeding te kennen. En het is moeilijk om ongewenste neveneffecten te voorzien en te overzien. Was het bijvoorbeeld niet het drankverbod dat de Amerikaanse maffia in de jaren twintig vleugels heeft gegeven? Bovendien blijft de vraag welke rol de overheid bij gedragsbeïnvloeding kan en moet spelen. Mijn Maastrichtse collega-emeritus Crombag zei daarover:

‘Wie (...) niet wil eindigen in een centraalgestuurde zombie-samenleving, zal het grootste deel van de samenleving toch moeten overlaten aan het vrije spel der maatschappelijke krachten.’¹²⁹

We zullen dus selectief moeten zijn in de keuze óf wij menselijk gedrag willen reguleren, maar ook welke gedragingen zich daartoe lenen. Waar we gedrag willen beïnvloeden, dienen we dat bewust en expliciet te doen en ons duidelijk uit te spreken over de uitgangspunten en doelstellingen.¹³⁰ En

126. Uiteindelijk ook ‘slechts’ een natuurverschijnsel. Vgl. Crombag (2000), p. 35 e.v. Anders Tjittes (2005), p. 1882.

127. Vgl. Kluytmans (1996), p. 11 e.v.

128. Vgl. over die problemen in de criminologie Van Dijk (2002), p. 100 e.v.

129. Crombag (2000), p. 62.

130. Die doelstellingen vormen de, ik zou haast zeggen, existentiële voorvraag wat voor samenleving we nastreven. Vgl. Vranken (2005), p. 34 e.v. Vgl. verder G.T.M.J. Raaijmakers (2002), p. 79 e.v. Zie ook Timmerman (1999), p. 43 e.v.; Slagter (2005), p. 5 e.v. Om te bepalen welk gedrag precies moet worden gestimuleerd dan wel afgeremd, is eerst duidelijkheid nodig over welvaartsverdeling, welvaartsoptimalisatie, offers daarvoor, gewenste gedragsnormen, enz. Een debat hierover is nodig om macrodoelstellingen als ‘Lissabon’ te vertalen naar het ondernemings- en effectenrecht, waarbij overigens ogenschijnlijke tegenstellingen bij nader inzien niet altijd zo onverenigbaar hoeven te zijn als ze op het eerste gezicht lijken. Zie bijv. Headey/Muffels/Wooden (2004), waarin schrijvers betogen dat er een grotere correlatie is tussen het geluksgevoel van mensen en welvaart dan voorheen werd aangenomen. Vgl. verder Norberg (2002), die betoogt dat globalisering anders dan vaak wordt beweerd – mits goed toegepast – juist voor verbetering van welvaart en welzijn in ontwikkelingslanden zorgt; Barendrecht (2002). Vgl. echter ook Nieuwenhuis (2005), p. 179-180.

wij moeten ons hoeden voor ongefundeerde pretenties en verwachtingen over de effectiviteit ervan.¹³¹ Om een helderder beeld te krijgen, moeten we bereid zijn ons open te stellen voor nieuwe inzichten, ook als dat er toe leidt dat wij eerdere standpunten en inzichten moeten herzien. Wij mogen er immers niet zonder meer van uitgaan dat mensen zich in hokjes laten denken en steeds rationeel handelen. Zoals we hebben gezien blijken mensen regelmatig irrationele beslissingen te nemen in de vaste eigen overtuiging juist heel rationeel te hebben gehandeld.

Ik heb betoogd dat er in het ondernemings- en effectenrecht meer oog zou moeten zijn voor deze psychologische factoren en dat gedragsrechtelijke aspecten een meer vanzelfsprekend onderdeel van ons denken dienen uit maken dan nu het geval is. Nu gebeurt dat nog te veel ad hoc en niet systematisch. En dat is niet zonder risico. Opportunistisch gebruik en 'cherry picking' liggen dan op de loer. Er is bovendien behoefte aan een nieuw toetsingskader om de groeiende hoeveelheid en complexiteit van ondernemings- en effectenrechtelijke regels te kunnen beoordelen op consistentie en nut.¹³² De vragen naar doel en middelen staan daarbij dan centraal. Dat zijn geen studeerkamervragen. Het einde van de reeks van ingrijpende wijzigingen in het Europese en nationale ondernemings- en effectenrecht lijkt voorlopig immers nog niet in zicht.¹³³ Hoe hanteren wij het ongrijpbare begrip 'integriteit'? Waardoor wordt integer gedrag gestimuleerd? Wat kunnen regelgevers hieraan bijdragen? Bevredigende antwoorden op dit soort grote vragen laten nog op zich wachten.

Ik pleit kortom voor een meer inhoudelijk debat over beoogde en niet-beoogde gedragseffecten van regels in het ondernemings- en effectenrecht. In een nieuw toetsingskader zoals mij dat voor ogen staat, formuleren regelgevers duidelijke hypothesen en doelstellingen over gedragsbeïnvloeding, en geven zij een realistische inschatting van te verwachten 'bijwerkingen'. Zij maken inzichtelijk waarom de kosten gerechtvaardigd zijn die de regelgeving met zich brengt. Bovendien evalueren zij op gezette tijden of de verwachtingen uitkomen en of er geen onverwachte neveneffecten zijn. Ik

131. Zeker nu overheden vaak uitgaan van vergaande maakbaarheid van de samenleving. Vgl. Crombag (2000), p. 52 e.v. Zie echter Hartlief (2005c), p. 2194.

132. Vgl. ook Grundmann-van de Krol (2002), p. 6 e.v.; M.J.G.C. Raaijmakers (2004), p. 136 e.v.; Oppelaar (2004), p. 74-75.

133. Vgl. Eisma (2002), p. 17-18; Winter (2001), p. 5 e.v.

bepleit verder dat de wetenschap begint met het stellen van de juiste vragen over de gedragsaspecten van ondernemings- en effectenrechtelijke regels. En dat zij vooronderstellingen blootlegt over verwachte gedragseffecten van regels. Bij het zoeken naar antwoorden kan zij de bruikbaarheid bestuderen van eerdere onderzoeken uit bijvoorbeeld Behavioral Economics, Behavioral Finance en de gedragspsychologie meer in het algemeen. En zij kan nieuw – al dan niet empirisch – onderzoek verrichten waar eerdere studies nog onvoldoende inzicht bieden of onvoldoende betrouwbaar zijn.

Zeg ik met dit alles dan dat wij ons als juristen meer met psychologie bezig moeten gaan houden? Dat zeg ik inderdaad. Of eigenlijk zeg ik, denk ik, nog iets anders. Eigenlijk zeg ik, dat wij onbewust in ons dagelijkse werk allang met psychologie bezig zijn,¹³⁴ maar dat wij ons daar nog onvoldoende rekenschap van geven, laat staan dat wij daarover rekenschap afleggen.

134. Zo ook Crombag (2000), p. 149.

Dankwoord

Mijnheer de rector magnificus, zeer gewaardeerde toehoorders,

Ik ben aan het slot van mijn rede gekomen. Ik realiseer mij dat ik vandaag meer vragen heb opgeworpen dan dat ik antwoorden heb gegeven. Mijn betoog is vooral geweest om bewuster met de psychologische kanten van ons juristenvak om te gaan. De uitwerking daarvan is voor later. Ik heb ook willen aangeven dat de 'twilight zone' tussen ondernemings- en effectenrecht en psychologie een onderwerp is dat mij al geruime tijd boeit en bezighoudt. Ik zal aan die uitwerking bij de invulling van mijn leeropdracht dan ook zelf een bijdrage proberen te leveren. Graag dank ik het College van Bestuur en het Faculteitsbestuur voor de gelegenheid die zij mij bieden om dit en ander onderzoek te verrichten en onderwijs te geven aan deze universiteit. Het zal mij een groot plezier zijn daarvan gebruik te maken.

Beste collega's van de capaciteitsgroep Privaatrecht en overige leden van de rechten-faculteit,

Het is mij een groot genoegen van jullie deel uit te mogen maken. Ik verwacht in jullie midden veel te leren en veel inspiratie op te doen. Ik kijk dan ook uit naar een stimulerende en plezierige samenwerking met jullie allen, en in het bijzonder Kid Schwarz die mij benaderde om deze eervolle plaats in te nemen.

Dames en heren studenten,

Iedereen kent waarschijnlijk de honden uit de psychologische experimenten van Pavlov. Die begonnen na enige tijd al bij het horen van de bel te kwijlen in afwachting van het moois dat komen ging. Ik heb niet de verwachting dat u bij de voorbereiding van mijn colleges hetzelfde zult doen. Maar ik hoop wél mijn enthousiasme voor dit mooie vak in de komende jaren aan u over te kunnen brengen.

Beste collega's en oud-collega's bij ABP en Derks Star Busmann,

Jullie hebben mij in mijn weg hiernaartoe vakmatig mede gevormd. En jullie hebben steeds een omgeving gecreëerd waarin ik mij ook wetenschappelijk kon ontplooien. Ik pluk daar dagelijks de vruchten van en ik ben jullie

daar zeer dankbaar voor, in het bijzonder – zonder anderen tekort te willen doen – Martin Brink, Lilian van Druenen, René Maatman, Jean Frijns en Roderick Munsters.

Waarde Vranken, beste Jan,

Jij bent voor mij een inspirator en een kritisch oor tegelijkertijd. Je inspireert mij met je onnavolgbare 'out-of-the-box-denken'. Ik ben daar zelf ook een liefhebber van. Maar soms draaf ik daar wat te ver in door, of laat ik juist de moed te snel varen. Ik beschouw het als een bijzonder voorrecht om op die momenten een beroep op je te kunnen doen en te profiteren van je altijd waardevolle adviezen.

Beste familieleden, ouders, broers,

Don Corleone zei het al: 'A man who doesn't spend time with his family, can never be a real man.' Ik mocht het dankwoord van mijn moeder niet al te serieus maken. Toch is dit serieuzer dan het misschien lijkt: jullie zijn me dierbaar als niets anders. Jullie vriendschap is mijn levensbloed. Verder verkeer ik in een unieke situatie met een vader waar ik terecht kan voor zowel vaderlijke als juridische adviezen. Ik koester beide zeer en ik realiseer mij hoe bevoorrecht ik daarmee ben.

Lieve Marja, Thijs en Mark

Marja, de liefde stelt de psychologie nog steeds voor grote raadsels. Wat het precies is, kan nog altijd niet goed worden beschreven. Maar ik denk, dat ik het antwoord op die vraag wel weet. Het is jouw lieve sms'je dat je me zomaar even stuurt als ik druk aan het werk ben. Het is jouw geduldige interesse als ik weer eens aankom met een nieuw wild idee. Het is jouw glimlach als ik er even 'doorheen zit'. Wij zijn zo één geworden, dat je me net zo dierbaar bent als mijn eigen hart. Dat hart heb je al jaren geleden gestolen, en ik hoef het niet meer terug. En Thijs en Mark, mijn kleine prinsjes, ik ben trots op jullie. Ik zou willen zeggen: hou je hoofd koel, bij alles wat je doet. En zorg dat je altijd een olifant in een slang kunt blijven herkennen.

Ik heb gezegd.

Literatuur

- Aronson/Wilson/Akert E. Aronson, T.D. Wilson en R.M. Akert, *Social Psychology*, 5th edition, New Jersey 2005
- Van Baalen S.B. van Baalen, *Het leasen van effecten; over hoogmoed en de val*, WPNR 2005, p. 1 e.v.
- Bainbridge S.M. Bainbridge, *A Behavioral Economic Analysis of Mandatory Disclosure: A Thought Experiment Turned Cautionary Tale*, UCLA, www.ssrn.com 1999
- Bakan J. Bakan, *The Corporation; The Pathological Pursuit of Profit and Power*, New York 2004
- Barendrecht J.M. Barendrecht, *Aansprakelijkheid en welzijn*, NJB 2002, p. 605-617
- Barendrecht J.M. Barendrecht, *Verdeling van verantwoordelijkheid als het fout gaat*, NJB 2004, p. 2180 e.v.
- Batchelor S. Batchelor, *Verses from the center*, New York 2000
- Bebchuk/Fried L. Bebchuk en J. Fried, *Pay without Performance, The Unfulfilled Promise of Executive Compensation*, Cambridge (VS) 2004
- Becker Ernest Becker, *The Denial of Death*, New York 1973
- Beenhakker C. Beenhakker, *De magie van quantumtechnologie*, NWO-Huygenslezing 2005
- Bertrand/Mullainathan M. Bertrand en S. Mullainathan, *Are CEO's Rewarded for Luck? The Ones Without Principals Are*, *Quarterly Journal of Economics* 2001, V. 116, No. 3, p. 901-932
- Den Boogert M.W. den Boogert, *De vergeten band tussen raad van commissarissen en algemene vergadering; de Januskop van de commissaris, Ondernemingsrecht* 2005, p. 252-257
- Van Boom W.M. van Boom, *Structurele fouten in het aansprakelijkheidsrecht (oratie Tilburg)*, Den Haag 2003
- Van Boom/Borgers W.H. van Boom en M.J. Borgers (red.), *De rekenende rechter*, Den Haag 2004

Bras/Winter	M. Bras en J. Winter, Het bestuursverbod, <i>Ondernemingsrecht</i> 2004, p. 328 e.v.
Camerer/Loewenstein/ Rabin	C.F. Camerer, G. Loewenstein en M. Rabin (red.), <i>Advances in Behavioral Economics</i> , New York 2004
Chen	J. Chen, <i>The Physical Foundation of Human Psychology and Behavioral Finance</i> , www.ssrn.com , februari 2003
Chorvat	E. Chorvat, <i>You Can't Take it With You: Behavioral Finance and Corporate Expatriations</i> , www.ssrn.com , december 2003
Coffee	J.C. Coffee, in: <i>Reforming Company and Take-over Law in Europe</i> , Oxford 2004
Conyon/Murphy	M.J. Conyon en K.J. Murphy, in: <i>Corporate Governance Regimes; Convergence and Diversity</i> , Oxford 2002
Cools	K. Cools, <i>Controle is goed, vertrouwen nog beter</i> , Assen 2005
Covey	Stephen R. Covey, <i>De zeven eigenschappen van effectief leiderschap</i> , zesentwintigste druk, Amsterdam 2003
Crombag	H. Crombag, <i>De man uit Susquehanna</i> , Amsterdam/Antwerpen 2000
Crombag	H.F.M. Crombag, in: P.J. van Koppen e.a. (red.), <i>Het Recht van Binnen</i> , Deventer 2002, p. 737-760
Cunningham	L.A. Cunningham, <i>Behavioral Finance and Investor Governance</i> , <i>Washington & Lee Law Review</i> 2002, Vol. 59, p. 767 e.v.
Dallas	L.L. Dallas, <i>A Preliminary Inquiry into the Responsibility of Corporations and Their Directors and Officers for Corporate Climate: The Psychology of Enron's Demise</i> , www.ssrn.com 2002
Dekker	C. Dekker e.a. (red.), <i>Schitterend ongeluk of sporen van ontwerp?; Over toeval en doelgerichtheid in de evolutie</i> , Kampen 2005
Domjan	M. Domjan, <i>The Principles of Learning and Behavior</i> , 5th edition, Belmont 2003

Van Dijk (J.M.)	J.M. van Dijk, Voorstel van Wet op het financieel toezicht (preadvies Vereniging voor Effectenrecht), Deventer 2004
Van Dijk (J.J.M.)	J.J.M. van Dijk e.a., Actuele criminologie, vierde druk, Den Haag 2002
Dijkgraaf	R. Dijkgraaf, Vijf vragen voor de Einstein van nu, NRC Handelsblad-bijlage M, 6 augustus 2005, p. 24-29
Dumoulin	S. Dumoulin, De positie van niet-uitvoerend bestuurders in het monistisch bestuursmodel, Ondernemingsrecht 2005, p. 266-272
Ebke	W.F. Ebke, in: Capital Markets and Company Law, Oxford 2003
Eisma	S.E. Eisma, in: Leerboek effectenrecht, Nijmegen 2002, p. 1-18
Fanto	J.A. Fanto, Persuasion and Resistance: The Use of Psychology by Anglo-American Corporate Governance in France, www.ssrn.com , maart 2002
Faure/Hartlief	M. Faure en T. Hartlief, Nieuwe risico's en vragen van aansprakelijkheid en verzekering, Deventer 2002
Ferrarini/Moloney	G. Ferrarini en N. Moloney, in: Reforming Company and Takeover Law in Europe, Oxford 2004
Filius	A.R. Filius, De Financiële bijsluiter, in: Een bewezen bestaansrecht, Deventer 2002 (Van der Heijden-reeks, nr. 71), p. 71 e.v.
Frey/Benz	B.S. Frey en M. Benz, From Imperialism to Inspiration: A Survey of Economics and Psychology, www.ssrn.com , mei 2002
Giesen	I. Giesen, Toezicht en aansprakelijkheid, Deventer 2005 (2005a)
Giesen	I. Giesen, Handle with care! (oratie Utrecht), Den Haag 2005 (2005b)
Glaeser	E.L. Glaeser, Psychology and the Market, www.ssrn.com , december 2003

Goldberg/Von Nitzsch	J. Goldberg en R. von Nitzsch, <i>Behavioral finance</i> , West Sussex 2001
Greenfield/Kostant	K. Greenfield en P. Kostant, <i>An Experimental Test of Fairness Under Agency and Profit Constraints (With Notes on Implications for Corporate Governance)</i> , www.ssrn.com , maart 2003
Hugo de Groot	<i>Inleidinge tot de Hollandsche Rechts-geleerdheid</i> , 1631
De Groot	C. de Groot, <i>Bezoldiging van bestuurders van naamloze vennootschappen</i> , <i>Ondernemingsrecht</i> 2005, p. 464-470
Grundmann-van de Krol	C.M. Grundmann-van de Krol, <i>Het effectenrecht tussen publiek- en privaatrecht (oratie Tilburg)</i> , Den Haag 2002
Grundmann-van de Krol	C.M. Grundmann-van de Krol, <i>Koersen door het effectenrecht</i> , vijfde druk, Den Haag 2004
Hansmann/Kraakman	H. Hansmann en R. Kraakman, in: <i>The Anatomy of Corporate Law</i> , Oxford 2005
Hartlief	T. Hartlief, <i>Autonomie en solidariteit: Beweging in het verbintenissenrecht</i> , <i>WPNR</i> 2004, p. 106-118
Hartlief	T. Hartlief, <i>Leven in een claimcultuur: wie is er bang voor Amerikaanse toestanden? (diesrede UM)</i> , 14 januari 2005 (zie ook <i>NJB</i> 2005, p. 830-834) (2005a)
Hartlief	T. Hartlief, <i>Vuurwerk uit Tilburg</i> , <i>NJB</i> 2005, p. 1871 (2005b)
Hartlief	T. Hartlief, <i>Een olifant in het heilig huis van het privaatrecht</i> , <i>NJB</i> 2005, p. 2189-2194 (2005c)
Hawkins	Stephen Hawkins, <i>The Universe in a Nutshell</i> , New York 2001
Headey/Muffels/Wooden	B. Headey, R. Muffels en M. Wooden, <i>Money Doesn't Buy Happiness ... Or Does it? A Reconsideration Based on the Combined Effects of Wealth, Income and Consumption</i> , www.ssrn.com , juli 2004
Hill	C.A. Hill, <i>Beyond Mistakes: The Next Wave of Behavioral Law and Economics</i> , www.ssrn.com , 2004

Huls	N.J.H. Huls, Al het privaatrecht moet sociaal zijn!, WPNR 2004, p. 101-106
Jansen	P.G.W. Jansen, Organisatie en mensen, 4e druk, Haarlem 2003
Jensen	M. Jensen, Some anomalous evidence regarding market efficiency, Journal of Financial Economics 1978, p. 6:95
Jensen	M.C. Jensen, The Nature of Man, Journal of Applied Corporate Finance 1994, V. 7, No. 2
Jensen/Murphy	M.C. Jensen en K.J. Murphy, Performance Pay and Top-Management Incentives, Journal of Political Economy 98 1990, p. 225-264 (1990a)
Jensen/Murphy	M.C. Jensen en K.J. Murphy, CEO Incentives: It's Not How Much You Pay, but How, Harvard Business Review 68 1990, p. 138-153 (1990b)
Jensen/Murphy	M.C. Jensen en K.J. Murphy, Remuneration: Where we've been, how we got here, what are the problems, and how to fix them, ECGI Finance Working Paper No. 44/2004, 12 juli 2004
Kahneman/Slovic/Tversky	D. Kahneman, P. Slovic en A. Tversky (red.), Judgement under uncertainty: Heuristics and biases, Cambridge 1982
Keestra	M. Keestra (red.), Doorbraken in de natuurkunde, Amsterdam 2001
Keynes	J.M. Keynes, The General Theory of Employment, Interest, and Money, Londen 1936
Klick	J. Klick, Government Regulation of Irrationality: Moral and Cognitive Hazards, www.ssrn.com, augustus 2005
Klosse	S. Klosse in: Einde van het aansprakelijkheidsrecht?, Den Haag 2003, p. 77-147
Kluytmans	G.J.G. Kluytmans, Menselijk gedrag, Houten 1996
Koonce	L. Koonce, Using Psychology Theories in Archival Financial Accounting Research, www.ssrn.com, februari 2004

Van Koppen	P.J. van Koppen e.a. (red.), <i>Lawyers on Psychology and Psychologists on Law</i> , Amsterdam/Lisse 1988
Van Koppen	P.J. van Koppen e.a. (red.), <i>Het Recht van Binnen</i> , Deventer 2002
Korobkin	R. Korobkin, <i>A Multi-Disciplinary Approach to Legal Scholarship: Economics, Behavioral Economics, and Evolutionary Psychology</i> , <i>Jurimetrics</i> , Volume 51, Spring 2001
Korobkin/Ulen	R.B. Korobkin en T.S. Ulen, <i>Law and Behavioral Science: Removing the Rationality Assumption from Law and Economics</i> , <i>California Law Review</i> , Vol. 88, 2000
Korthals Altes	E. Korthals Altes, <i>De wereld van J.B.M. Vranken</i> , Een vervolg, <i>WPNR</i> 2005, p. 890-900 en 914-923
Kortmann/Maatman	S.C.J.J. Kortmann en R.H. Maatman, <i>Uitbesteding door vermogensbeheerders</i> , <i>Ondernemingsrecht</i> 2005, p. 311-318
Kristen	F.G.H. Kristen, <i>Misbruik van voorwetenschap naar Europees recht</i> (dissertatie Tilburg), Nijmegen 2004
Kroeze	M. Kroeze, <i>Afgeleide schade en afgeleide actie</i> (dissertatie Utrecht), Deventer 2004
Kroeze	M.J. Kroeze, <i>Onafhankelijkheid van commissarissen</i> , <i>Ondernemingsrecht</i> 2005, p. 272-278 (2005a)
Kroeze	M.J. Kroeze, <i>Bange bestuurders</i> (oratie Rotterdam), Deventer 2005 (2005b)
Langevoort	D.S. Langevoort, <i>Monitoring: The Behavior Economics of Inducing Agents' Compliance with Legal Rules</i> , www.ssrn.com , 2001
Marmet/Meyer	O. Marmet en A. Meyer (red.), <i>Kleine sociale psychologie</i> , zesde druk, Zwolle 2004
Meester	R. Meester, <i>Het pseudoniem van god</i> , derde druk, Kampen 2003

Mitchell	G. Mitchell, Why Law and Economics' Perfect Rationality Should Not Be Traded for Behavioral Law and Economics' Equal Incompetence, Georgetown Journal 2002
Montier	J. Montier, Behavioral finance; Insights into Irrational Minds and Markets, West Sussex 2002
Musschenga	B. Musschenga, Integriteit; Over de eenheid en heelijkheid van de persoon, Utrecht 2004
Nieuwenhuis	J.H. Nieuwenhuis, Waartoe is het recht op aarde?, RM Themis 2005, p. 179-180
Norberg	J. Norberg, Leve de globalisering, Antwerpen/ Amsterdam 2002
Oppelaar	H.V. Oppelaar, Voorstel van Wet op het financieel toezicht (preadvies Vereniging voor Effectenrecht), Deventer 2004
Pennisi	E. Pennisi, Why Do Humans Have So Few Genes?, Science 1 juli 2005, Vol. 309, p. 80-81 (2005a)
Pennisi	E. Pennisi, How Did Cooperative Behavior Evolve?, Science 1 juli 2005, Vol. 309, p. 93 (2005b)
Du Perron	C.E. du Perron, in: Leerboek effectenrecht, Nijmegen 2002, p. 125-142
Du Perron	C.E. du Perron, Zorgplicht en eigen schuld in het effectenrecht, in: Privaatrecht tussen autonomie en solidariteit, Den Haag 2003
Prast/Mosch/Van Raaij	H. Prast, R. Mosch en W.F. van Raaij, Vertrouwen, Cement van de Samenleving en Aanjager van de Economie, november 2005 (rapport van DNB/UvT te downloaden van dnb.nl)
G.T.M.J. Raaijmakers	Garanties bij overnames, Den Haag 2002
G.T.M.J. Raaijmakers	G.T.M.J. Raaijmakers, Beleggers, aandeelhouders en de AVA, Ondernemingsrecht 2005, p. 106-112

M.J.G.C. Raaijmakers	M.J.G.C. Raaijmakers, Het effectenrecht na Enron, in: Een bewezen bestaansrecht (Lustrumbundel Vereniging voor Effectenrecht), Deventer 2002, p. 299-318
M.J.G.C. Raaijmakers	M.J.G.C. Raaijmakers, Codificatie en dynamiek in het ondernemingsrecht; Corporate governance tussen overheidsregulering en zelfregulering, in: Codificatie en dynamiek, Den Haag 2004, p. 99-138
M.J.G.C. Raaijmakers	M.J.G.C. Raaijmakers, Vrijheid van ondernemerschap en 'bruikbaar ondernemingsrecht', in: Tussen Themis en Mercurius (NGB Lustrumbundel), Deventer 2005, p. 257-287
Reurich	L. Reurich, Het wijzigen van overeenkomsten en de werking van redelijkheid en billijkheid, Deventer 2005
Scheffer	P. Scheffer, De implosie van vertrouwen is van eigen makelij, NRC 26 november 2005, p. 15-16
Schermerhorn/Hunt/Osborn	J.R. Schermerhorn Jr., J.G. Hunt en R.N. Osborn, Organizational Behavior, negende editie, Danvers 2005
Schilder/Nuijts	A. Schilder en W.H.J.M. Nuijts, preadvies NJV 2004
Van Schilfgaarde	P. van Schilfgaarde, Ius vigilantibus scriptum, WPNR 2001, p. 21 e.v.
Seige	C. Seige, What Is the Universe Made of?, Science 1 juli 2005, Vol. 309, p. 78
Shefrin	H. Shefrin, Beyond Greed and Fear; Understanding Behavioral Finance and the Psychology of Investing, Oxford 2002
Sherman	L.W. Sherman e.a., Preventing Crime: What Works, What Doesn't, What's Promising, 1998
Shiller	R.J. Shiller, Bubbles, Human Judgement, and Expert Opinion, www.ssrn.com , mei 2001
Shiller	R.J. Shiller, From Efficient Market Theory to Behavioral Finance, www.ssrn.com , oktober 2002

Shleifer	A. Shleifer, <i>Inefficient Markets; An Introduction to Behavioral Finance</i> , Oxford 2000
Skeel	D. Skeel, <i>Icarus in the Boardroom</i> , New York 2005
Slagter	W.J. Slagter, <i>Compendium Ondernemingsrecht</i> , achtste druk, Deventer 2005
Smit	J. Smit, <i>Het drama Ahold</i> , 2004
Adam Smith	<i>The Theory of Moral Sentiments</i> , 1759
Smits	J.M. Smits, <i>Diversity of Contract Law and the European Internal Market</i> , Maastricht Faculty of Law Working paper 2005/9, www.unimaas.nl/maastrichtworkingpapers
Stoker	J. Stoker, <i>Leiderschap verandert (oratie Groningen)</i> , Assen 2005
Störig	H.J. Störig, <i>Geschiedenis van de filosofie</i> , vijftiengste druk, Amsterdam 2000
Sunstein	C.R. Sunstein, <i>After the Rights Revolution: Reconceiving the Regulatory State</i> , Cambridge (V.S.) 1990
Sunstein	C.R. Sunstein (red.), <i>Behavioral Law & Economics</i> , New York 2004
Thaler	R.H. Thaler (red.), <i>Advances in Behavioral Finance</i> , Vol. II, New York 2005
Thompson/Thomas	R.B. Thompson en R.S. Thomas, <i>The Public and Private Faces of Derivative Lawsuits</i> , <i>Vanderbilt Law Review</i> 2004, p. 1747 e.v.
Timmerman	L. Timmerman, <i>Over de toekomst van het vennootschapsrecht</i> , <i>RM Themis</i> 1999, p. 43 e.v.
Timmerman	L. Timmerman, <i>Gedragrecht, belangenpluralisme en vereenvoudiging van het vennootschapsrecht</i> , oratie Leiden 2004
Timmerman	L. Timmerman, <i>De AFM in de Nederlandse rechtsstaat</i> , <i>Ondernemingsrecht</i> 2005, p. 204-206
Tjittes	R.J. Tjittes, <i>Hoe verkeerd doen de civielrechtelijke wetenschap en rechtspraak het eigenlijk?</i> , <i>NJB</i> 2005, p. 1879-1884

Tvede	L. Tvede, <i>The Psychology of Finance; Understanding the Behavioral Dynamics of Markets</i> , Revised edition, West Sussex 2002
Tzankova	I.N. Tzankova, <i>Strooischade</i> , Den Haag 2005
Verdam	A.F. Verdam, <i>Gebruik van stemrechten door institutionele beleggers: Over stemplicht, vormen van invloedsuitoefening en verantwoording terzake</i> , in: <i>Trust en onderneming (Uniken Venema-bundel)</i> , Den Haag 2003, p. 117-133 (2003a)
Verdam	A.F. Verdam, <i>Stemmen van institutionele beleggers en tegenstrijdig belang (oratie VU)</i> , Den Haag 2003 (2003b)
Vranken	J.B.M. Vranken, <i>Niets in het recht is blijvend, behalve verandering</i> , WPNR 2004, p. 1-13
Vranken	<i>Algemeen Deel Asser-serie, Een vervolg</i> , Deventer 2005
Wagemakers	M.A.M. Wagemakers, <i>Verscherpt integriteits-toezicht in de financiële sector</i> , <i>Tijdschrift voor Financieel Recht</i> 2005, p. 185-189
Welch	Jack Welch, <i>Winning</i> , New York 2005
Winter	J.W. Winter, <i>De bijzondere positie van de beursvennootschap in de systematiek van het Nederlandse vennootschapsrecht</i> , in: <i>De beursvennootschap</i> , Deventer 2001, p. 1-18
Winter	J.W. Winter, <i>In Nederland aanvaarde inzichten omtrent corporate governance</i> , in: <i>LT (Timmerman-bundel)</i> , Deventer 2003, p. 331-342
Witteveen	W. Witteveen, <i>Wat wetgevingsonderzoekers bezighoudt</i> , in: W. Witteveen en J. Verschuuren (red.), <i>De fascinatie</i> , Den Haag 2004

Finance; Under-
mics of Markets,
2002

Den Haag 2005
stemrechten door
stemplicht, vor-
g, en verantwoor-
erneming (Uniken
2003, p. 117-133

an institutionele
lang (oratie VU),

recht is blijvend,
2004, p. 1-13
en vervolg,

herpt integriteits-
r, Tijdschrift voor
189

rk 2005
positie van de
tematiek van het
srecht, in: De
2001, p. 1-18

vaarde inzichten
e, in: LT (Timmer-
p. 331-342

ngsonderzoekers
en J. Verschuuren
g 2004